



CAPITAL EMPREENDEDOR



CAPITAL
EMPREENDEDOR

MESA DIRETORA DA CÂMARA DOS DEPUTADOS

54ª Legislatura

2011-2015

4ª Sessão Legislativa

Presidência

Presidente: Henrique Eduardo Alves

1º Vice-Presidente: Arlindo Chinaglia

2º Vice-Presidente: Fábio Faria

Secretários

1º Secretário: Márcio Bittar

2º Secretário: Simão Sessim

3º Secretário: Maurício Quintella Lessa

4º Secretário: Biffi

Suplentes de Secretário

1º Suplente: Gonzaga Patriota

2º Suplente: Wolney Queiroz

3º Suplente: Vitor Penido

4º Suplente: Takayama

Diretor-Geral

Sérgio Sampaio Contreiras de Almeida

Secretário-Geral da Mesa

Mozart Vianna de Paiva



Câmara dos Deputados
Centro de Estudos e Debates Estratégicos
Consultoria Legislativa

CAPITAL EMPREENDEDOR

Relator

Deputado José Humberto

Consultores Legislativos

Marcos Pineschi Teixeira

Marcelo Sobreiro Maciel

Centro de Documentação e Informação
Edições Câmara
Brasília – 2014

Centro de Estudos e Debates Estratégicos

Presidente

Deputado Inocêncio Oliveira

Titulares

Dr. Paulo César
Félix Mendonça Júnior
Jaime Martins
José Linhares
Leopoldo Meyer
Margarida Salomão
Mauro Benevides
Pedro Uczai
Ronaldo Benedet

Suplentes

Alexandre Toledo
André Figueiredo
Iara Bernardi
Jesus Rodrigues
José Humberto
Waldir Maranhão

Secretário-Executivo

Eduardo Fernandez Silva

Coordenação de

Articulação Institucional
Paulo Motta

Chefe de Secretaria

Roberto Stefanelli

Coordenador de Secretaria

Lúcio Meireles Martins

Centro de Estudos e Debates Estratégicos – CEDES

Gabinete 566A – Anexo III
Câmara dos Deputados
Praça dos Três Poderes
– CEP 70160-900
Brasília DF
Tel.: (61) 3215 8626
E-mail: cedes@camara.leg.br
www.camara.leg.br/cedes

Câmara dos Deputados

Diretoria Legislativa

Diretor: Afrísio Vieira Lima Filho

Consultoria Legislativa

Diretor: Eduardo Fernandez Silva

Centro de Documentação e Informação

Diretor: Adolfo C. A. R. Furtado

Coordenação Edições Câmara

Diretora: Heloísa Helena S. C. Antunes

Câmara dos Deputados

Centro de Documentação e Informação – Cedi

Coordenação Edições Câmara – Coedi

Anexo II – Praça dos Três Poderes

Brasília (DF) – CEP 70160-900

Telefone: (61) 3216-5809 – Fax: (61) 3216-5810

editora@camara.leg.br

Apoio do Departamento de Taquigrafia, Revisão e Redação

Diretora: Daisy Leão Coelho Berquo

Coordenação Executiva: Paulo Motta e Roberto Stefanelli

Revisão: Camila Alves Flores e Lúcio Meireles Martins

Projeto Gráfico: Patrícia Weiss

Diagramação: Daniela Barbosa

Imagem da Capa: Serviço de Publicidade / Secom

O conteúdo e a revisão do texto desta publicação são de responsabilidade do Centro de Estudos e Debates Estratégicos.

SÉRIE

Estudos estratégicos

n. 4

Dados Internacionais de Catalogação-na-publicação (CIP)
Coordenação de Biblioteca. Seção de Catalogação.

Brasil. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. Centro de Estudos e Debates Estratégicos.

Capital empreendedor [recurso eletrônico]/ Câmara dos Deputados, Consultoria Legislativa, Centro de Estudos e Debates Estratégicos ; relator José Humberto ; Marcos Pineschi Teixeira, Marcelo Sobreiro Maciel. – Brasília : Câmara dos Deputados, Edições Câmara, 2014. 303 p. – (Série estudos estratégicos ; n. 4)

ISBN 978-85-402-0282-5

1. Capital de risco. 2. Capital de risco, aspectos sociais. 3. Capital de risco, Brasil. I. Humberto, José. II. Teixeira, Marcos Pineschi. III. Maciel, Marcelo Sobreiro. IV. Título. V. Série.

CDU 330.322

ISBN 978-85-402-0281-8 (brochura)

ISBN 978-85-402-0282-5 (e-book)

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO	9
PREFÁCIO	11
SUMÁRIO EXECUTIVO	15
RELATÓRIO	23
1. INTRODUÇÃO	25
2. O CONCEITO DE “CAPITAL DE RISCO” OU “CAPITAL EMPREENDEDOR”	27
2.1 <i>Private equity e venture capital</i>	27
2.2 Investimento-anjo	32
2.3 Aceleradoras e incubadoras de empresas	34
3. O CAPITAL EMPREENDEDOR VOLTADO A OBJETIVOS SOCIAIS	36
3.1 A participação em negócios como instrumento para alcançar objetivos sociais	36
3.2 Capital empreendedor social financiado por governos estaduais	36
3.3 Capital empreendedor voltado a minorias	38
3.4 Capital empreendedor voltado a objetivos comunitários	39
3.5 Capital empreendedor voltado a outros objetivos sociais	40

4. A IMPORTÂNCIA DO CAPITAL EMPREENDEDOR PARA A ECONOMIA	42
4.1 Impactos econômicos decorrentes do capital empreendedor	42
4.2 Ponderações quanto às relações de causalidade entre inovação e disponibilidade de <i>venture capital</i>	44
4.2.1 <i>Innovation first or venture capital first?</i>	44
4.2.2 <i>A atividade de venture capital é estimulada pela demanda ou pela oferta? O caso da Europa</i>	48
4.2.3 <i>O impacto do venture capital sobre a inovação e o crescimento das empresas na Áustria</i>	51
4.2.4 <i>Os efeitos do venture capital sobre o número de patentes de indústrias de alta tecnologia e de softwares na Itália</i>	52
5. SÃO NECESSÁRIAS AÇÕES DE ESTADO PARA O CAPITAL EMPREENDEDOR?	56
5.1 Desafios decorrentes da indisponibilidade de capital empreendedor para projetos de menor porte	56
5.1.1 <i>Dificuldades na realização de investimentos em empresas nascentes em Portugal</i>	56
5.1.2 <i>A atratividade do private equity em relação ao venture capital – o caso da Índia</i>	59
5.2 Iniciativas no exterior voltadas ao desenvolvimento da indústria de capital empreendedor	60
5.3 Diretrizes da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE para políticas de estímulo ao capital empreendedor	69
6. O CAPITAL EMPREENDEDOR NO BRASIL	88
6.1 A evolução do <i>private equity</i> e do <i>venture capital</i> no Brasil	88

6.2	A atuação do setor público brasileiro em <i>private equity</i> e <i>venture capital</i>	95
6.3	O 2º censo brasileiro da indústria de <i>private equity</i> e <i>venture capital</i>	99
6.3.1	<i>Principais atores do segmento de private equity e venture capital no Brasil</i>	99
6.3.2	<i>Panorama da indústria e da estruturação das operações de private equity e venture capital no Brasil</i>	100
6.3.3	<i>Aspectos tributários e regulatórios relevantes e propostas de alterações de aspectos do direito societário</i>	103
6.3.4	<i>Capital comprometido em private equity e venture capital no Brasil</i>	107
6.3.5	<i>Origem e destinação do capital comprometido no Brasil</i>	109
6.3.6	<i>Distribuição regional dos investimentos em private equity e venture capital no Brasil</i>	111
6.3.7	<i>A atuação dos business angels no Brasil</i>	111
6.3.8	<i>Mecanismos de saída</i>	113
6.3.9	<i>Origem e afiliação das organizações gestoras</i>	114
6.3.10	<i>A atuação do setor público</i>	115
6.3.11	<i>O desafio da inovação no Brasil</i>	121
7.	PROPOSTAS PARA A EXPANSÃO DO CAPITAL EMPREENDEDOR NO BRASIL	126
8.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	140
	REFERÊNCIAS	141

PROPOSIÇÕES LEGISLATIVAS

145

CONTRIBUIÇÕES ESPECIAIS

Uma reflexão sobre o ecossistema
de capital empreendedor no Brasil

235

Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi
Felipe Cresciulo

O Investimento-Anjo no Brasil

247

Cassio Spina

A Importância dos mecanismos de saídas
para os gestores de *private equity* &
venture capital – A experiência brasileira

256

Cristiana Pereira
Edna Holanda

A desconsideração da personalidade jurídica e
responsabilidade de sócios e administradores na
execução trabalhista

267

Marcelo Pereira Gômara
Angelo Antonio Cabral

A desconsideração da personalidade jurídica e seu
impacto no ambiente de negócios brasileiro

276

Anna Clements Mannarino
André Aguiar Estellita
Fernando Ceschin Rieche

Investimento e inserção em cadeias globais de valor: em
busca do elo perdido

289

Cássio Marx Rabello da Costa

APRESENTAÇÃO

O quarto volume da série Estudos Estratégicos é mais uma iniciativa do Centro de Estudos e Debates Estratégicos (Cedes), órgão desta Câmara dos Deputados instalado em 2013, em continuidade aos trabalhos iniciados desde 2003 pelo Conselho de Altos Estudos e Avaliação Tecnológica.

O Cedes é órgão técnico-consultivo, vinculado diretamente à Presidência desta Casa, destinado a oferecer embasamento técnico-científico à construção de políticas públicas e à formulação de diretrizes legislativas com potencial de trazer benefícios concretos e relevantes à sociedade brasileira.

Nessa iniciativa, a Câmara dos Deputados identifica temas importantes e sensíveis para nosso desenvolvimento social e econômico e toma a iniciativa de debatê-los com a sociedade. Nos debates efetuados, muitas vezes ocorridos fora da capital federal, são recolhidas contribuições e informações de diversos agentes proeminentes para o equacionamento do problema.

O estudo sobre capital empreendedor, que agora entregamos ao público, é fruto de um amplo debate promovido pelo Cedes, que contou com a participação ativa de representantes do Executivo, do Legislativo, do setor privado e do meio acadêmico. Entre 2013 e 2014, foram realizadas diversas reuniões e um abrangente seminário, o qual discutiu extensamente diversos temas que são essenciais para o aprimoramento do ambiente de negócios no País com o objetivo de expandir os investimentos efetuados mediante capital empreendedor em nossa economia.

Ao tomar a iniciativa de patrocinar os debates sobre o tema “capital empreendedor” e apresentar suas propostas à disposição de todos os interessados, o Cedes fornece uma contribuição relevante para a modernização de nossa economia e para o planejamento de longo prazo do Brasil.

*Deputado Henrique Eduardo Alves
Presidente da Câmara dos Deputados*

PREFÁCIO

Um dos mais relevantes desafios que ora se apresentam ao País está relacionado à modernização de nossa economia, aspecto que é crucial para a viabilização de avanços sociais e a redução de nossas desigualdades regionais.

As experiências vivenciadas pelas modernas economias em seus mais importantes polos de desenvolvimento e de inovação revelam que o poder de transformação propiciado por um eficiente direcionamento de capitais e de conhecimentos para empresas jovens e inovadoras não pode ser subestimado. Não se trata apenas de viabilizar o florescimento de novos negócios, mas de possibilitar a exploração de novas ideias e conceitos que sequer poderiam vir a ser conhecidos na ausência do apoio de investidores que aceitem os riscos intrínsecos a esse tipo de investimento empresarial.

É importante compreender que, muitas vezes, são os insucessos que possibilitam uma nova compreensão da realidade, a qual poderá conduzir a novas abordagens e propostas que se revelem inovadoras. Nesse sentido, erros e acertos podem ser compreendidos como duas faces de uma mesma moeda, aspecto que, no universo dos investimentos de risco, nos mostra que o temor de perdas em uma frente de investimento não pode sobrepujar as expectativas de êxito em outras frentes, nas quais notáveis sucessos podem ser alcançados, disseminando reflexos positivos para todo o ecossistema empreendedor.

Nesse sentido, é crucial que o Brasil conte com um ambiente de negócios que, à semelhança das economias desenvolvidas, permita que os recursos de investidores sejam efetivamente direcionados ao capital produtivo, sobretudo às pequenas e médias empresas que demonstrem ser inovadoras e que contem com bons projetos.

Contudo, observa-se que ainda persiste uma lesiva amarra no País: as empresas promissoras muitas vezes não recebem os aportes de recursos que necessitam. Frequentemente, não contam também com a experiência de investidores ou gestores experimentados, que poderiam dar um direcionamento adequado a seus negócios. Essa é a lacuna a ser preenchida pelos investimentos de risco direcionados a nossas empresas por meio do que vem sendo denominado “capital empreendedor”.

Por esse motivo, é urgente que o Brasil compreenda profundamente não apenas a cadeia de negócios realizados através dessa modalidade de investimentos, mas sobretudo os entraves que contribuem para que o ânimo desses investidores não se desenvolva plenamente no País. Trata-se, inclusive, de avaliar nosso ambiente de negócios e as medidas que poderiam ser adotadas para que também o Brasil se beneficie do direcionamento de experiências e de recursos privados para empreendedores que, sem esse apoio, não teriam condições de transformar bons projetos em atividade econômica inovadora. E é por essa razão que este Centro de Estudos e Debates Estratégicos elaborou o presente estudo, que busca contribuir para a remoção das barreiras que travam a realização de investimentos em nossas empresas.

Para tanto, foram enfrentadas diversas questões, como a segregação de investimentos efetivamente empreendedores daqueles que apenas se revestem como tal e que têm, precipuamente, a finalidade de mero planejamento patrimonial. A partir dessa necessária separação, foi possível desenhar medidas direcionadas a investimentos empreendedores legítimos que, ao mesmo tempo, desestimulem a realização de estratégias de planejamento tributário.

É importante ressaltar que as medidas são voltadas a amplo espectro de investidores, com destaque às propostas elaboradas para as aceleradoras de empresas e os investidores-anjo, em face ao papel crucial desempenhado por esses agentes que atuam primordialmente nas empresas que se encontram em seus estágios mais incipientes, e que são as que mais necessitam da ação do capital empreendedor.

Há ainda um olhar especial a medidas que propiciem o desenvolvimento de empresas em todas as regiões do País. Em nosso esforço, estamos prevendo condições para que os fundos constitucionais de financiamento do Norte (FNO), do Nordeste (FNE) e do Centro-Oeste (FCO) também possam expandir os investimentos empreendedores em suas respectivas regiões. Esses fundos foram criados com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento econômico e social do Norte, Nordeste e Centro-Oeste, e representam hoje um valioso instrumento para a redução das desigualdades regionais de renda.

Por outro lado, é crucial a adoção de medidas voltadas ao aprimoramento do ambiente de negócios do País. Preocupa-nos observar que o Brasil se mostra desvinculado da realidade, pois, em plena era digital, continua a exigir que as empresas continuem a ter gastos expressivos com publicações em jornais e em diários oficiais. Em uma importante amostra de economias desenvolvidas, não mais se observa tão grande anacronismo.

Por fim, temos o dever de analisar, com ponderação e responsabilidade, o complexo universo das regras legais aplicáveis aos procedimentos de execução trabalhista. Estamos proporcionando aos investidores a segurança jurídica adequada para a realização

de investimentos? Como conciliar a proteção aos trabalhadores com medidas que aprimorem nosso ambiente de investimentos?

Trata-se de temas de grande complexidade. Temos a esperança, contudo, que as discussões e propostas oferecidas à sociedade brasileira por meio deste estudo contribuam para que nosso País alcance maior prosperidade econômica e social em consonância com os princípios constitucionais que norteiam as atividades desta Casa Legislativa.

Deputado Inocência Oliveira
Presidente do Centro de Estudos e Debates Estratégicos

SUMÁRIO EXECUTIVO

A crucial necessidade de realização de investimentos de risco em participações em empresas que apresentam alto potencial de crescimento e as medidas que devem ser adotadas para a expansão desses investimentos é o tema central deste estudo. Trata-se do *private equity e venture capital*, ou ainda do *capital de risco* ou *capital empreendedor*, e de sua importância para a economia.

Essas terminologias se referem essencialmente a uma forma de investimento cujo objetivo é viabilizar ou acelerar o desenvolvimento de empresas – muitas vezes de capital fechado e que apresentam alto potencial de crescimento – mediante o efetivo envolvimento de um gestor profissional no negócio. Para tanto, são adquiridas participações que permitam atuar no processo decisório das companhias investidas e exercer efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão. Após o crescimento da empresa, efetua-se a saída do negócio por meio de vendas a compradores estratégicos ou outros mecanismos. Assim, a importância dos investimentos via capital empreendedor não se limita à disponibilidade de recursos financeiros, mas é valiosa pelo aprimoramento das empresas investidas, aspecto que é de grande relevância para a economia como um todo.

Há casos nos quais os próprios investidores atuam como os gestores dos investimentos realizados. Trata-se dos investidores-anjo ou das aceleradoras de empresas, agentes cujos investimentos são particularmente valiosos para a economia, pois são direcionados a companhias que se encontram em seus estágios mais iniciais de desenvolvimento, as quais têm expressiva dificuldade no acesso a recursos do sistema financeiro e a adequado suporte para estruturação de seu modelo de negócios. Também nesse caso, a contribuição desses investidores para o direcionamento e a gestão do negócio, bem como para a formação de uma rede de contatos, pode ser tão ou mais importante que os aportes de capital efetuados.

Sejam investimentos de pequeno ou grande porte, esses aportes de recursos agregam valor às firmas investidas, e podem contribuir para a inovação (embora ainda estejam em curso debates a esse respeito). Destacamos inclusive que esses investimentos podem ser realizados pelo Estado, por fundações e organizações da sociedade para alcançar objetivos sociais, como o desenvolvimento de áreas carentes urbanas e rurais, a criação de empregos de alta qualidade para populações de baixa renda, a geração de renda para

minorias, e a criação de produtos que acarretem benefícios à sociedade. Trata-se de realizar investimentos em empresas promissoras cuja atuação também esteja relacionada aos objetivos que se pretenda alcançar.

Enfim, a importância do capital empreendedor para a economia acarreta implicações para a formulação de políticas, uma vez que a expansão dessa modalidade de investimentos deveria ser objetivo proeminente da agenda política dos governos. Com efeito, há mais de meio século os EUA buscaram equacionar e estimular os capitais de risco por meio da criação da *Small Business Investment Company* (SBIC), que ainda se encontra em operação naquele país. O incentivo, entretanto, não se limitou ao governo central: ao final dos anos 70 e início da década de 80, a ideia de criar fundos de *venture capital* financiados pelos governos estaduais se espalhou pelos EUA, sendo que, ao final de 2006, mais de 44 estados dos EUA estavam operando fundos que realizavam investimentos em capital empreendedor, investindo recursos públicos em fundos privados que direcionariam investimentos localmente, ou ainda fornecendo incentivos fiscais para terceiros investirem na região.

Por sua vez, a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico – OCDE divulgou em 2004, como parte do projeto sobre políticas microeconômicas para o crescimento e a produtividade, relatório que apresentou recomendações que, em sua visão, poderiam servir como um guia para reformas regulatórias no âmbito dos países-membros para a expansão do capital empreendedor.

Ademais, aponta-se que os grandes polos de empreendedorismo, como os localizados no Vale do Silício, em Cingapura e em Tel Aviv apresentam marcada atuação em capital empreendedor, inclusive mediante fomento governamental para a realização dos investimentos. Nesse sentido, pondera-se que poderia ser enganosa a concepção de que a destinação de recursos governamentais para a expansão do empreendedorismo seria um objetivo menor do Estado ante a magnitude das mudanças que podem ocorrer caso os programas sejam bem elaborados.

No Brasil, o governo brasileiro tem efetivamente utilizado a indústria de *private equity* e *venture capital* no contexto de políticas públicas para a inovação e o empreendedorismo, e as principais instituições que promovem essas políticas são o BNDES e a Finep. O apoio tem sido fornecido para uma quantidade notável de firmas e, de forma mais abrangente, tem ocorrido inclusive por meio de políticas de investimento dos fundos de pensão controlados direta ou indiretamente pelo Estado.

Ademais, reporta-se que os efeitos das ações públicas são relevantes, uma vez que, nos anos recentes, algumas empresas inovadoras financiadas por *private equity* e *venture capital* surgiram no País, como Submarino, DHC Outsourcing, Akwan, Allelyx, Buscapé, Lupatech, Bematech, Mandic BBS, GOL e DASA, apenas para citar alguns exemplos,

e foram vendidas por firmas gestoras de capital de risco. Destaca-se que o BNDES e a Finep, juntos, atuam em uma grande parcela do portfólio da indústria, investindo em empresas inovadoras e em indústrias estratégicas e do setor de infraestrutura, e também têm aumentado o apoio ao levantamento de capital semente.

Não obstante, apesar do papel ativo desempenhado pelo governo, a indústria brasileira de capital empreendedor nasceu por consequência da iniciativa privada, muito embora em 2004 o governo brasileiro já fornecesse apoio inegável ao *private equity*, embora a presença do Estado ainda fosse necessária para as empresas em estágios anteriores de desenvolvimento.

Enfim, houve no País um expressivo crescimento do capital empreendedor no qual o capital comprometido nesses investimentos apresentou expansão de 0,6% do PIB em 1999 para 2,1% em 2013. Todavia, menciona-se igualmente que há ainda espaço para importante elevação desses investimentos, uma vez que esse percentual atinge 3,7% do PIB nos Estados Unidos, e 4,7% do PIB no Reino Unido, por exemplo. Por outro lado, há ainda expressiva concentração geográfica na destinação desses recursos no Brasil, visto que, em 2004, 91% eram localizados nas regiões sul e sudeste e, em 2009, esse índice foi de 92%. Mesmo nessas regiões nas quais há maior direcionamento de recursos, os investimentos estão largamente concentrados em São Paulo.

Com relação aos investimentos-anjo, entretanto, os desafios ainda são expressivos, apesar da elevação recente dos aportes de capital realizados. Reporta-se que o investimento-anjo brasileiro apresentou um crescimento de 25% no período entre 2012 e 2013, atingindo o patamar de **US\$ 0,26 bilhão investido por 6,5 mil investidores-anjo em mais de 1,5 mil empresas**. Todavia, os números também mostram o descompasso com a realidade do investimento-anjo não apenas nos EUA como também na Europa, onde apenas mais recentemente houve a expansão desses investimentos. Com efeito, nos EUA foram investidos mais de **US\$ 22,9 bilhões por 268 mil investidores-anjo em 67 mil empresas** no ano de 2012. Na Europa, por sua vez, foram investidos **US\$ 7,6 bilhões por 271 mil investidores-anjo** em 2013. Assim, o montante investido no Brasil é cerca de apenas 1,2% do investido nos EUA, e 3,5% do investido na Europa.

Nesse contexto, o principal objetivo deste estudo refere-se à identificação das deficiências em nosso ordenamento jurídico que podem acarretar reflexos negativos para o desenvolvimento da indústria do capital empreendedor no Brasil. A partir das informações obtidas em diversas reuniões realizadas com o meio acadêmico, associações, órgãos e entidades governamentais, investidores-anjo, aceleradoras, investidores e gestores de fundos de investimento em participações, empreendedores que obtiveram aportes de capital empreendedor, especialistas, advogados e representantes do Poder Judiciário, e com os subsídios decorrentes da realização, nesta Câmara dos Deputados, do seminário “Capital Empreendedor: Impactos Econômicos e Desafios Legislativos”, realizado em 22 de maio

de 2014, foram levantadas diversas deficiências que podem ser sanadas por meio de ação legislativa, ainda que, em alguns casos, por meio de indicações a outro Poder.

As principais deficiências são:

1. Ausência de uma definição estipulada em lei para o conceito de investidor-anjo e de aceleradoras de empresas.
2. Ausência de um critério estipulado em lei que diferencie fundos de investimento em participações cuja finalidade precípua seja voltada a administração patrimonial ou planejamento tributário, daqueles que efetivamente são direcionados a alocação de capital empreendedor em negócios que apresentem alto potencial de desenvolvimento.
3. Insuficiente proteção legal aos investidores que direcionem seus recursos a participações temporárias em empresas de capital fechado. Um dos mais importantes dilemas enfrentados por investidores e gestores refere-se à possibilidade de, na esfera judicial, virem a ser responsabilizados em montantes que ultrapassem significativamente o capital que investiram.
4. Necessidade de saída do regime tributário incentivado do Simples para que as micro ou pequenas empresas possam receber investimentos das diversas modalidades de fundos de investimento em participações.
5. Impossibilidade de as sociedades anônimas publicarem demonstrações financeiras e outras informações societárias na *internet*. Persiste, assim, a obrigatoriedade de que essas publicações sejam efetuadas em diários oficiais e jornais de grande circulação.
6. Inexistência de previsão que possibilite que os fundos constitucionais de financiamento do Norte, Nordeste e Centro-Oeste realizem investimentos em participações em empresas que atuem nas regiões beneficiadas.
7. Ausência de incentivos tributários diferenciados para investidores-anjo e aceleradoras de empresas para alocação de capital empreendedor em empresas incipientes ou de pequeno porte.
8. Desalinhamento dos incentivos tributários ao capital empreendedor em relação a outras modalidades de investimento, inclusive de renda fixa.
9. Ausência de regulamentação da Lei nº 11.478, de 2007, que instituiu o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I).
10. Obrigatoriedade legal de criação de sociedades de propósito específico para abrigar os projetos de produção econômica intensivos em pesquisa, desen-

volvimento e inovação que possam receber os investimentos de FIP-PD&I, que pode dificultar sobremaneira a criação dessa modalidade de fundo, pois, em muitas situações, poderia ser inviável segregar os projetos intensivos em pesquisa, desenvolvimento e inovação das demais atividades ou projetos das empresas investidas.

11. Ausência de previsão que possibilite que uma fração dos recursos oriundos das atividades de exploração, desenvolvimento e produção de petróleo e gás natural cuja destinação seja obrigatória para pesquisa e desenvolvimento possa ser direcionada para investimentos em participações em empresas do setor.
12. Ausência de norma legal expressa no âmbito do Programa Nacional de Desestatização – PND para que a Financiadora de Estudos e Projetos – Finep invista diretamente em participações de empresas.
13. Necessidade de aprimoramentos das regulamentações do Conselho Monetário Nacional – CMN e do Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP que propiciem a expansão dos investimentos de sociedades seguradoras e de resseguradores em fundos de investimento em participações.
14. Dificuldades expressivas para realizar a saída de investimentos por meio do mercado de capitais. A realização de oferta pública inicial de ações em bolsa de valores (ou *Initial Public Offerings* – IPOs) representa, sobretudo nas economias mais desenvolvidas, um importante mecanismo de saída dos investimentos realizados por meio de *private equity* e *venture capital*. No Brasil, entretanto, há uma grande dificuldade para a abertura de capital das sociedades anônimas de capital fechado mediante IPOs de valor mais reduzido.
15. Dificuldades, enfrentadas sobretudo pelos pequenos investidores-anjo, para conhecerem as ações judiciais ajuizadas em relação às empresas candidatas a receberem seus investimentos.
16. Dificuldades expressivas enfrentadas pelo exequente para obter acesso, de forma centralizada, à informação dispersa nos diversos serviços notariais ou de registro quanto à existência ou inexistência de bens passíveis de serem indicados à penhora ou arresto, de maneira a possibilitar a averbação do direito de preferência do credor no referido registro ou serviço notarial, e de bens que, tendo sido de titularidade do executado, possam ter sido transacionados no contexto de fraude à execução ou de fraude contra credores.
17. Necessidade de serem submetidas previamente ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE muitas das transações que envolvam modalidades de fundos de investimento em participações, ainda que se trate de

investimentos de pequeno porte que não justifiquem a necessidade de prévio controle por parte desse tribunal administrativo. Esse é um dos fatores que oneram a realização de investimentos por meio desses fundos.

Para cada uma dessas deficiências – salvo em relação à última delas, que já está sendo objeto de regulação por meio do CADE a partir de consulta pública recentemente realizada – estão sendo apresentadas proposições legislativas a respeito, acompanhadas de detalhadas justificações para a sua apresentação.

Todavia, é importante esclarecer que, muito embora diversos dispositivos legais objeto dessas alterações sejam lei ordinária, optou-se por elaborar um único projeto de lei complementar de maneira que todas as propostas do estudo estivessem reunidas sob uma única proposição. Com isso, possibilita-se que o debate possa seja centralizado, e evita-se a duplicidade de dispositivos legais voltados a estabelecer definições e conceitos que, de outra forma, deveriam estar presentes em mais de uma proposição. Não obstante, várias das disposições da lei resultante desse projeto de lei complementar serão lei ordinária, uma vez que não são temas reservados a lei complementar pela Constituição Federal, motivo pelo qual não exigirão quórum qualificado para eventual alteração posterior.

Há também que se observar que, com relação ao projeto de lei complementar ora proposto, foi elaborado requerimento de informações ao Senhor Ministro da Fazenda de forma a obter as estimativas oficiais de impacto orçamentário e financeiro decorrente dessa proposição.

Destaca-se algumas das deficiências levantadas referem-se a propostas de ações a serem desempenhadas pelos poderes Executivo ou Judiciário. Nesse tipo de situação, propomos o envio de Indicação, que é, nos termos do art. 113 do Regimento Interno da Câmara dos Deputados, a modalidade de proposição legislativa através da qual é sugerida a outro Poder a adoção de providência, a realização de ato administrativo ou de gestão, ou o envio de projeto sobre a matéria de sua iniciativa exclusiva. As indicações propostas são as seguintes:

- Indicação ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação, que sugere uma abordagem para a elaboração da regulamentação à Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, que “institui o Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) e dá outras providências”.
- Indicação ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Fazenda, que sugere a elaboração de regulamentações, pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Seguros Privados, que objetivem a expansão dos investi-

mentos de sociedades seguradoras e de resseguradores em fundos de investimento em participações.

- Indicação ao Poder Judiciário, por meio do Conselho Nacional de Justiça, que sugere a adoção de medidas que permitam ao exequente o acesso, de forma centralizada, à informação dispersa nos diversos serviços notariais ou de registro quanto à existência ou inexistência de bens passíveis de serem indicados à penhora ou arresto, de maneira a possibilitar a averbação do direito de preferência do credor no referido registro ou serviço notarial.

Por fim, o estudo apresenta, na parte referente a Contribuições Especiais, seis importantes artigos encaminhados por especialistas diversos, os quais levantam temas relevantes no contexto dos investimentos realizados por meio de capital empreendedor. Esses artigos discutem o ecossistema de capital empreendedor no Brasil, bem como a situação dos investidores-anjo, a relevância dos mecanismos de saída para os gestores de *private equity* e *venture capital*, os investimentos internacionais e as cadeias globais de valor, além de temas relacionados à desconsideração da personalidade jurídica e seu impacto em nosso ambiente de negócios.

Enfim, a intenção primordial desse estudo foi contribuir para que a sociedade brasileira disponha de propostas que possam ser objeto de críticas e de debates para o desenvolvimento do *capital empreendedor* em nosso País. Busca, assim, constituir-se como instrumento para o aprimoramento de nosso ordenamento jurídico e, conseqüentemente, de nossa sociedade, propiciando inovação, produtividade e dinamismo à nossa economia.

RELATÓRIO

1. INTRODUÇÃO

A modernização e a expansão da produtividade da economia brasileira têm se revelado cruciais para a superação dos desafios sociais que se apresentam ao nosso País. A ampliação de nossa capacidade de produzir cada vez mais com menos insumos, a profissionalização das empresas, a criação de novos negócios e o aperfeiçoamento do ambiente empresarial são fatores de transformação da sociedade que não podem ser subestimados.

Para essa transformação, é crucial reduzir as barreiras que atravancam ao menos dois fluxos primordiais para o desenvolvimento: o fluxo do conhecimento de empreendedores experimentados para agentes que necessitam de qualificação; e o fluxo de recursos financeiros para empreendimentos com insuficiente capitalização.

O presente estudo tem por objetivo analisar uma categoria muito particular de investimentos que reduzem essas barreiras e que são realizados por meio de “capitais de risco”, os quais, devido ao seu potencial de transformar iniciativas promissoras em negócios eficientes, são também denominados “capitais empreendedores”.

O capital empreendedor direciona-se frequentemente a empresas com escassos ativos que possam constituir-se como garantia real para financiamentos. Busca eminentemente projetos com elevada expectativa de retorno, embora com expressivo risco, que demandem novos recursos.

Em face dessas características, os agentes desses investimentos – que apresentam os mais variados portes, de pessoas físicas conhecidas como investidores-anjo a gestores de grandes fundos de investimento em participações – são atores preparados para administrar empresas, utilizando práticas sofisticadas de seleção, governança e monitoramento de riscos.

Assim, participam da gestão das empresas em que investem, tomam decisões estratégicas e influenciam a governança corporativa da empresa. Trazem, portanto, ganhos relevantes para a economia por meio da disseminação de *know-how* em gestão empresarial, profissionalização de empresas, consecução de ganhos de produtividade, expansão da inovação e viabilização de projetos promissores.

A expansão desses investimentos de risco no Brasil ainda enfrenta diversos entraves. As propostas e as estratégias de superação desses entraves são o objeto central deste estudo, que é acompanhado de proposições legislativas elaboradas para essa finalidade. Essencialmente, são analisados aspectos como:

- o ambiente dos investimentos de risco no País;
- a importância da atuação dos investidores-anjo e das aceleradoras de empresas;

- o aprimoramento da legislação tributária incidente sobre os investimentos de risco;
- os desafios societários e trabalhistas que se apresentam aos investidores;
- as medidas legislativas que podem contribuir para a expansão dos investimentos empreendedores no Brasil.

Enfim, buscamos neste estudo discutir o ambiente do capital empreendedor no Brasil e as principais medidas legislativas e regulamentares a serem adotadas para a expansão dessa modalidade de investimentos, a fim de, por meio da viabilização de esforços voltados à inovação, produtividade e dinamismo, contribuir para o desenvolvimento econômico e social do País.

2. O CONCEITO DE “CAPITAL DE RISCO” OU “CAPITAL EMPREENDEDOR”

2.1 *Private equity e venture capital*

Atualmente, vem sendo utilizada a terminologia “capital empreendedor” para o que, até recentemente, era designado como “capital de risco”, “capital de desenvolvimento”, *venture capital* ou *private equity*. Trata-se de uma forma de investimento empresarial de médio a longo prazos com o objetivo de:

- (i) viabilizar o desenvolvimento de empresas de alto potencial de crescimento mediante o efetivo envolvimento de um gestor profissional no negócio;
- (ii) efetuar a saída da empresa após um processo de crescimento acelerado por meio de vendas a compradores estratégicos ou outros mecanismos.

Destaca-se que esses investimentos são muitas vezes direcionados a empresas com pouco ou nenhum histórico financeiro ou ativos que possam constituir-se como garantia real para financiamentos. Ao mesmo tempo, as empresas investidas possuem projetos com elevada expectativa de risco e retorno, os quais só podem ser realizados mediante injeção de novos recursos.

Para poderem participar de projetos com essas características, os gestores desses investimentos são agentes preparados para administrar empresas, utilizando práticas sofisticadas de seleção, governança, monitoramento de riscos e administração de empresas.

Diferentemente de investidores do mercado acionário (ou seja, em *public equity*), os gestores de investimentos em *private equity* ou *venture capital* participam efetivamente da gestão das empresas em que investem, tomando decisões estratégicas e influenciando significativamente a governança corporativa da empresa. São investidores ativos, pois só assim conseguem mitigar os riscos e influenciar a possibilidade de sucesso e saída do negócio.

Em determinados casos, os investimentos de risco são realizados inclusive com a celebração de contratos detalhados entre as partes, muitas vezes regulamentando direitos dos investidores sobre o fluxo de caixa das sociedades que recebem os investimentos.

Assim, os recursos investidos em transações nas bolsas de valores, sujeitos a risco de mercado, em regra não seriam, por si só, denominados como “capital de risco” ou “capital empreendedor”, uma vez que, ainda que o retorno financeiro dependa do sucesso das empresas investidas listadas em bolsa, a mera aquisição de uma ação não requer o efetivo envolvimento dos aplicadores na gestão do negócio.

Enfim, a importância dos investimentos via capital empreendedor não se limita à disponibilidade de recursos financeiros, mas é valiosa pela atuação direta de um gestor profissional no negócio da empresa investida, possibilitando a profissionalização das empresas; a consecução de ganhos de produtividade; a disseminação de *know-how* em gestão empresarial; a viabilização de projetos com elevado potencial; e a expansão da inovação (e não apenas da inovação tecnológica).

De acordo com o Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação – Iapmei e a Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento – Apcri (2006, p. 5-6), o capital de risco apoia o desenvolvimento e crescimento de empresas gerando fortes reflexos em sua gestão, e é uma das principais fontes de capitais para jovens empresas, como *start-ups*, e para empreendimentos de risco com elevado potencial de geração de resultados. Comparado com outras fontes – como o crédito bancário, subsídios públicos e ofertas em mercado de bolsa – o capital de risco destaca-se pela análise concreta dos projetos apresentados, do seu potencial de crescimento e de sua relação com o risco, sendo que os investidores assumem integralmente os desafios apresentados uma vez que não são remunerados pelos juros do capital investido, mas sim pelo sucesso da empresa financiada.

Ainda de acordo com as referidas entidades, nos Estados Unidos da América – EUA estão bem caracterizadas duas formas fundamentais de investimento via capital de risco: o *private equity*, investimento aplicado na aquisição de participações em empresas já existentes, havendo pouca ou nenhuma intervenção em nível da gestão e administração; e o *venture capital*, voltado a empresas de menor porte ou mesmo em projetos empresariais em estágios iniciais de desenvolvimento (*start-ups*), nas quais o investidor acompanha de perto a gestão empresarial. Por sua vez, há na Europa a adoção de uma terminologia distinta, na qual o *private equity* tende a designar toda a indústria do capital de risco, incluindo a modalidade usualmente denominada como *venture capital* nos EUA.

De acordo com Ribeiro (2005, p. 6), *private equity* ou *venture capital* é uma atividade surgida nos EUA, em 1946, na qual as organizações que as realizam são responsáveis pela gestão de veículos de investimento que congregam recursos de um ou mais investidores para investimentos de longo prazo. Em geral, são recursos direcionados para empresas não cotadas em bolsas de valores, sendo os aportes efetuados em forma de ações, quotas de participação, debêntures conversíveis, opções e bônus de subscrição. Após alguns anos, essas participações são liquidadas e os recursos retornam aos investidores.

Esses investimentos podem ser classificados segundo o estágio de desenvolvimento da empresa investida, de maneira que, usualmente, a designação *venture capital* é empregada para aportes em empresas que se encontram em fase anterior do desenvolvimento, nas quais o gestor tende a se envolver intensamente na fase de monitoramento e de agregação de valor ao negócio. Já o termo *buyout* é normalmente utilizado para investimentos em

fases posteriores de desenvolvimento da empresa investida, a qual já estaria amadurecida, muito embora sem que isso implique, necessariamente, em um menor envolvimento do gestor. Por sua vez, tanto *venture capital* como *buyout* poderiam, em sua visão, ser incluídos em um grupo maior, normalmente denominado *private equity*. (RIBEIRO, 2005, p. 6).

Por outro lado, o texto do 2º censo brasileiro da indústria do *private equity* e *venture capital*, elaborado pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – ABDI, utiliza a denominação *private equity* para empresas investidas em estágios mais avançados de desenvolvimento, e *venture capital* para estágios mais iniciais. Assim, empreendimentos em seus estágios iniciais, usualmente baseados em inovações e tecnologias avançadas, com modelos de negócios que necessitam de grandes ajustes e de times empreendedores em formação, mas apresentando alto potencial de crescimento, são o universo dos investimentos de *venture capital* nas suas modalidades *seed*, *early stage* e *later stage* (ABDI, 2011, p. 31, 42).

O censo apresenta segregações ainda mais específicas que fazem referência ao estágio de vida da empresa investida, as quais, com as respectivas descrições, são:

Estágio Inicial:

- *Seed*: Capital semente. Pequeno aporte feito em fase pré-operacional para desenvolvimento de uma ideia, de um projeto ou ainda para testes iniciais de mercado ou registro de patentes; (Fase de pré-incubação, admitindo a primeira rodada de financiamento).
- *Start-up*: Aporte de capital para empresas em fase de estruturação, em geral do primeiro ao segundo ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios, e realiza *beta tests* e prova de conceito do negócio. Nesse estágio, o investimento é normalmente usado para desenvolvimento de produto e marketing inicial (primeira rodada de financiamento).

Desenvolvimento:

- *Venture Capital – Early Stage*: Estágio inicial de financiamento das empresas que apresentam produtos ou serviços já testados comercialmente, usualmente, com até quatro anos de operação e faturamento não superior a R\$ 8 milhões. (Segunda rodada de financiamento).
- *Venture Capital – Later Stage*: A empresa já atingiu a fase de comercialização plena do produto e a sua rápida expansão requer mais recursos do que podem ser criados pela geração interna de veículos de investimento para ampliar a comercialização, melhoria de produto, aumento da capacidade produtiva, distribuição, etc.

A empresa pode ou não ter atingido o *break-even*. Ocorre nesta fase a terceira e quarta rodadas de financiamento.

Expansão:

- *Private Equity – Growth*: Expansão ou crescimento. Aporte de capital para a expansão de empresas já estabelecidas com linhas de produtos e marcas consolidadas. O aporte é destinado à expansão de planta e/ou rede de distribuição, capital de giro ou ainda para ser investido em formação de marca. A taxa de crescimento de vendas é usualmente superior a 25% a.a. neste estágio.

Maturidade:

- *Private Equity – Later Stage*: Neste estágio a empresa já atingiu uma taxa de crescimento alta e estável, fluxo de caixa expressivo, marca consolidada e pode ser caracterizada como plataforma de expansão e aquisição de empresas do mesmo setor.
- *Distressed*: Investimentos destinados à reestruturação de empresas que estão a caminho ou já se encontram no estado de dificuldade financeira, concordata etc.

Além dos investimentos “tradicionais” de PE/VC, este trabalho conceitua como investimento privado de PE as seguintes categorias:

- *Greenfield*: Investimento em uma nova planta em área com pouca ou nenhuma estrutura física e/ou instalações pré-existentes. Normalmente relacionado com investimentos imobiliários, florestais, em energia e infraestrutura.
- *Imobiliário*: Essa modalidade tem como alvo shopping centers, loteamentos residenciais, imóveis comerciais e industriais. Não possuem foco único, mas estão todos direcionados para o desenvolvimento do mercado imobiliário de uma determinada área, frente comercial ou distrito industrial.
- *Florestal*: Investimentos utilizados para explorar de forma sustentável, mudar a estrutura de propriedade, desenvolver o manejo e ampliar florestas para uso industrial e comercial. O esforço para a conservação gera, nos EUA, Biodiversity Conservation Certificates (Certificados de Conservação da Biodiversidade), que, ao serem vendidos, garantem retorno financeiro para os investidores.
- *Infraestrutura*: Representa os investimentos em uma grande variedade de empreendimentos voltados para a produção ou venda de energia, incluindo extração, manufatura, refinaria, distribuição e transmissão. Além disso, investimentos em atividades públicas como construção de pontes, túneis, rodovias, aeroportos, saneamento, distribuição de água e malhas rodoviárias.

A modalidade de aporte dos investimentos também pode variar em função da forma de estruturação, além do “tradicional aporte” de capital acionário.

- *Mezanino*: Investimentos em empresas ou empreendimentos de infraestrutura com potencial de alta geração estável de caixa por meio de instrumentos de dívida subordinada, instrumentos híbridos de financiamento, incluindo debêntures conversíveis em ações ou de outras modalidades e direitos de subscrição.
- *Private Investment in Public Equity (PIPE)*: Aquisição de participação acionária relevante em empresas já listadas em bolsa e que, normalmente, possuam baixa liquidez. Nessa modalidade de investimento, a organização gestora envolve-se no aprimoramento da governança, na gestão estratégica e no relacionamento com os demais acionistas e investidores por meio do Conselho de Administração. (ABDI, 2011, p. 69-72).

É importante apresentar, ainda, as formas de realização dessa modalidade de investimentos, que são efetuados mediante a participação de *investidores, organizações gestoras, veículos de investimento, e empresas investidas*. Mais especificamente, são as organizações gestoras que administram os veículos de investimento os quais, no Brasil, são tipicamente Fundos de Investimento em Participações (FIPs) ou Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEEs), conforme a ABDI (2011, p. 72, 74-75).

Os investidores efetuam aporte de capital, previamente comprometido, nos veículos de investimento à medida que exista solicitação nesse sentido da organização gestora. Esses recursos, por sua vez, são aplicados pela gestora, a qual toma as decisões de investimento adquirindo participações das empresas selecionadas. Além da aquisição de ações, outros instrumentos financeiros, como dívidas conversíveis em ações, opções de compra e bônus de subscrição, também podem ser usados. Contudo, o aspecto que efetivamente caracteriza o gestor é sua atuação direta nas empresas investidas, participando dos processos decisórios, da gestão e da definição de estratégias de negócio dessas empresas.

Esses investimentos são temporários e de longo prazo, e os próprios veículos podem ter prazo limitado de duração limitada, antes do qual os investimentos devem ser liquidados, retornando o capital e os resultados para os investidores do veículo e, parcialmente, para os gestores, segundo regras de divisão e prioridade de recebimento estabelecidas nos regulamentos dos veículos.

O censo destaca as seguintes formas de investimento em *private equity* e *venture capital*:

- *Limited Partnership*: A organização gestora assume o papel de um sócio-administrador, denominado *general partner* (GP), e os demais investidores no veículo de investimento são os *limited partners* (LP). Os investidores possuem distanciamento da gestão do veículo de investimento e não assumem responsabilidade legal sobre os passivos que ultrapassem o valor do capital investido. Modalidade que prevalece nos Estados Unidos e é ainda muito importante no Brasil.

- *CVM-FIPs – Condomínios de Investimento*: As Instruções CVM foram criadas para suprir a ausência da figura do *Limited Partnership* na legislação brasileira. Destaque para a Instrução CVM 209, que instituiu os Fundos Mútuos de Investimentos (FMIEE) em Empresas Emergentes em 1994 e para a Instrução CVM 391, que criou os Fundos de Investimentos em Participações (FIP) em 2003 e posteriores.
- *Investimento Direto*: Inexiste a segregação clássica entre o investidor no fundo ou veículo de investimento e a organização gestora. O gestor de investimento atua com as normas definidas e ferramental de um gestor de PE/VC, mas ele não administra recursos de terceiros para investimento nas empresas de seu portfólio.
- *Empresas de Participação (Holding)*: Na maioria dos casos é muito similar ao investimento direto, com a diferença que a organização gestora realiza seus investimentos por meio de uma empresa de participações e pode ter na sua estrutura acionária vários participantes distintos (investidores).
- *Divisão de empresa não financeira (Corporate Venture)*: Subsidiária de uma empresa ou grupo econômico responsável por investimentos de PE/VC em negócios não pertencentes aos segmentos-foco do grupo econômico.
- *Outros*: São estruturas não enquadradas nas acima, incluindo *club deals* ou estruturas híbridas, que realizam investimentos de PE, mas não administram recursos de terceiros (ABDI, 2011, p. 73-74).

De toda forma, é importante observar que há casos nos quais os próprios investidores atuam como gestores dos investimentos realizados, seja por meio de investimentos diretos ou investimentos realizados por meio de *holdings* (ABDI, 2011, p. 72-73). Trata-se dos investidores-anjo ou das aceleradoras de empresas, os quais serão apresentados a seguir.

2.2 Investimento-anjo

O investimento realizado por pessoas físicas que empregam seu capital próprio por um período limitado de tempo em *start-ups*, designação usualmente empregada para empresas nascentes com alto potencial de crescimento, é normalmente considerado como *investimento-anjo*. Por sua vez, o *investidor-anjo* é usualmente um profissional com histórico de sucesso, tendo ocupado posições executivas ou empresariais de alto nível, acumulando vasta experiência e que dispõe de recursos suficientes para alocar uma parte moderada de seu patrimônio para investir em novas empresas e para nelas aplicar sua experiência, apoiando-as inclusive por meio de sua rede de relacionamentos¹.

¹ O papel dos investidores-anjo para a economia é significativamente destacado, por exemplo, em OCDE (2011), Wilson; Silva (2013) e Anjos do Brasil (2011), e também mencionado em ABDI (2011).

Esses investimentos são particularmente valiosos para a economia, pois são direcionados a empresas que se encontram em seus estágios mais iniciais de desenvolvimento e que têm expressiva dificuldade no acesso a recursos do sistema financeiro e a adequado suporte para estruturação de seu modelo de negócios. Entretanto, a contribuição dos investidores-anjo e das aceleradoras para o direcionamento e a gestão do negócio, bem como para a formação de uma rede de contatos, pode ser tão ou mais importante que os aportes de capital efetuados.

De acordo com a organização Anjos do Brasil (2011), normalmente o investidor-anjo não é detentor de grandes fortunas, inclusive porque, caso assim fosse, haveria a necessidade de realização de um excessivo número de investimentos em pequenas *start-ups*, impossibilitando uma administração adequada de cada um deles. Ademais, aponta a associação que o investidor-anjo investe, tipicamente, entre 5% a 10% do seu patrimônio em investimentos-anjo, os quais seriam usualmente realizados por um grupo de 2 a 5 investidores, de forma a diluir não apenas os riscos, mas também a dedicação à empresa investida. Destaca ainda que há normalmente um ou dois investidores-líderes para cada negócio e, no caso do Brasil, o investimento total por empresa seria da ordem de R\$ 200 mil a R\$ 500 mil, podendo chegar a até R\$ 1 milhão. Seria ainda usual que um investidor-anjo invista em ao menos uma empresa por ano.

No investimento-anjo, os recursos devem ser canalizados diretamente às atividades da empresa, e não ao pagamento de dívidas ou aquisição de participações de outros sócios. Ademais, destinam-se precipuamente à criação e desenvolvimento de negócios inovadores e não a outras necessidades – como ampliação de parques produtivos, aquisição de máquinas e equipamentos ou mesmo realização de atividades de pesquisa e desenvolvimento – para as quais pode ser mais indicada a obtenção de linhas de financiamento ou mesmo apoios governamentais.

Segundo a Anjos do Brasil (2011), as empresas aptas a receberem esses recursos são as *start-ups* que já tenham ao menos um protótipo de seu produto ou uma prova de conceito – ou seja, um modelo que comprove o conceito teórico proposto por um estudo ou pesquisa. Adicionalmente, essas empresas devem propiciar ganhos de escala, de forma que seja possível haver crescimento sem que, para tanto, seja necessário o aporte adicional de recursos humanos ou financeiros expressivos – ou seja, trata-se da possibilidade de crescimento que não dependa do aumento, na mesma proporção, do número de especialistas envolvidos no negócio ou do número geral de funcionários da empresa.

Ademais, a associação aponta que os investimentos-anjo são tipicamente direcionados a negócios que apresentam inovação em relação ao produto ou serviço, ao processo de produção ou de prestação do serviço, ou ao modelo de negócio utilizado. Nesses investimentos, é importante que o diferencial competitivo possa ser mantido frente aos concorrentes, seja por meio de patentes ou pelo reconhecimento rápido da marca em

questão. Com relação ao mercado, as possibilidades de atuação não devem ser apenas locais ou regionais, de maneira a reduzir os entraves à expansão do negócio.

Caso exista apenas uma ideia, projeto ou invenção, a Anjos do Brasil (2011) aponta a necessidade de ser elaborado um protótipo ou a referida prova de conceito, bem como um modelo de negócio, antes da solicitação do investimento-anjo. Destaca ainda que, caso a necessidade de capital pra investimento seja superior a R\$ 1 milhão para a expansão de suas atividades, seria necessário obter recursos da modalidade *venture capital* ou *private equity*, normalmente realizados por meio de fundos de investimento em participações ou fundos mútuos de investimento em empresas emergentes, os quais investem tipicamente em empresas que apresentam faturamento anual superior a R\$ 2 milhões.

2.3 Aceleradoras e incubadoras de empresas

A Anjos do Brasil (2011) aponta que, se o empreendedor tem apenas uma ideia, projeto ou invenção, deve-se primeiramente elaborar um modelo de negócio para a empresa e preparar um protótipo ou prova de conceito antes de concorrer ao financiamento de um investidor-anjo. Nessa fase de preparação do negócio, o empreendedor pode buscar apoio financeiro junto a incubadoras ou aceleradoras de empresas e, no caso de a necessidade se referir a aportes destinados a pesquisa ou desenvolvimento tecnológico, pleitear recursos junto a agências governamentais de fomento à inovação.

Conforme Webinsider (2012 apud ANID, 2012), as incubadoras estão muito associadas ao ambiente acadêmico e governamental, e normalmente surgiram em ambientes de pesquisa nas universidades com o objetivo de transformar ciência em negócios, sendo usualmente organizações sem fins lucrativos que não efetuam aportes financeiros nas iniciativas incubadas mas que as auxiliam na obtenção de linhas de financiamento governamental. De acordo com Matsuda (2011), se a necessidade da empresa se refere à existência de um ambiente com laboratório que possibilite convívio frequente com pesquisadores de universidades, a *start-up* provavelmente necessitará de um programa de incubação. Conforme Gitahy (2011), as incubadoras têm gestores com experiência em mediar o poder público, as universidades e empresas, uma vez que aproveitam disponibilidades de verbas públicas tanto para si próprias como para os incubados.

Por sua vez, Webinsider (2012 apud ANID, 2012) menciona que as aceleradoras são entidades privadas que visam lucro e auxiliam *start-ups* a crescerem em ritmo acelerado. Normalmente, além de proporcionarem apoio estratégico, efetuam aportes financeiros nas empresas associadas obtendo, em troca, participações societárias que variam entre 5% a 20% das quotas ou ações. Já as incubadoras brasileiras normalmente não fazem aporte financeiro nas *start-ups* incubadas, mas as auxiliam a obter linhas de financiamento governamentais. Por outro lado, não exigem participação societária nessas empresas.

Conforme Gitahy (2011), as aceleradoras são focadas em empresas que tenham potencial para crescerem muito rápido. Assim, buscam não apenas *start-ups* promissoras, mas que tenham também capacidade de apresentar ganhos expressivos de escala à medida que ocorrer o seu crescimento. Ademais, as aceleradoras seriam lideradas por empreendedores ou investidores experientes, e sua atividade seria fortemente apoiada por sessões de *mentoring*, seja em palestras ou conversas pessoais entre empreendedor e mentor.

3. O CAPITAL EMPREENDEDOR VOLTADO A OBJETIVOS SOCIAIS

3.1 A participação em negócios como instrumento para alcançar objetivos sociais

De acordo com Rubin (2009), a denominação *developmental venture capital* refere-se ao financiamento de negócios por meio de participações (*equity*) ou ativos semelhantes (*near-equity*) com o propósito de alcançar não apenas objetivos financeiros, mas também sociais. Os retornos sociais podem incluir, por exemplo, o desenvolvimento de áreas carentes urbanas e rurais, a criação de empregos de alta qualidade para populações de baixa renda, a geração de renda para minorias, e a criação de produtos que acarretem benefícios à sociedade.

Os fundos que investem em *developmental venture capital* podem ter objetivos corretivos ou aditivos. Os fundos corretivos visam combater o acesso inadequado enfrentado por populações ou localidades geográficas específicas aos recursos da modalidade tradicional de *venture capital*. Os fundos aditivos, por sua vez, buscam alcançar metas sociais gerais, tendo como objetivos, por exemplo, o combate à pobreza ou à degradação ambiental.

Conforme Rubin (2009, p. 336), a indústria classificada como *developmental capital* apresentou expansão significativa nas últimas duas décadas, e atualmente alcançou a marca de aproximadamente US\$ 20 bilhões nos EUA em termos de recursos administrados, muito embora se conheça relativamente pouco sobre o segmento.

A autora aponta que esses fundos que perseguem tanto objetivos sociais como financeiros podem ser classificados como pertencentes a um dos seguintes quatro segmentos, quais sejam, *venture capital* (i) financiado por governos estaduais; (ii) voltado a minorias; (iii) voltado a objetivos comunitários; e (iv) voltado a outros objetivos sociais.

3.2 Capital empreendedor social financiado por governos estaduais

O segmento do *developmental venture capital* financiado por governos estaduais busca trazer, para as empresas sediadas nos respectivos estados, maior possibilidade de receberem investimentos em participações (ou seja, acesso a *equity capital*). Os estados podem capitalizar os fundos de *venture capital* diretamente, ou prover incentivos, como créditos tributários, para atrair investidores do setor privado. Esses fundos podem ser administrados pelo setor público, ou os estados podem investir como *limited partners* em *venture funds*

privados em troca do compromisso de seus gestores em investir os recursos no estado, ou ao menos em realizar esforços genuínos nesse sentido (RUBIN, 2009, p. 344).

A autora aponta que as origens da atuação pública em *venture capital* remontam a 1958, quando o Congresso dos Estados Unidos criou o programa *Small Business Investment Company* (SBIC). À época, a indústria de *venture capital* era muito reduzida e havia uma ausência de infraestrutura institucional para o segmento, dando ensejo a preocupações no sentido de que níveis inadequados de *venture capital* poderiam prejudicar o desenvolvimento econômico em geral. Apesar dos objetivos sociais relacionados à criação do programa SBIC, a sua atuação desenvolveu-se do modo tradicional, com decisões de investimento guiadas primordialmente ou mesmo exclusivamente pela maximização de lucros, muito embora existisse a necessidade de informar à *US Small Business Administration* (SBA) o número de empregos gerados por meio de sua atuação. Nesse contexto, no início da década de 70, os estados dos EUA passaram a seguir o modelo utilizado pelo governo federal de forma a capitalizar os fundos locais de *venture capital* de maneira a encorajar a formação de pequenos negócios, o crescimento econômico e a geração de emprego. Os primeiros fundos financiados por estados dos EUA foram o *Connecticut Product Development Corporation* e o *Massachusetts Community Development Finance Corporation* e, antes de sua criação, os incentivos proporcionados pelos estados consistiam, quase que exclusivamente, no uso de incentivos fiscais, subsídios públicos e salários comparativamente baixos para atrair negócios já existentes em outros locais do país. Assim, Connecticut e Massachusetts interromperam essas ações com a esperança de corrigir imperfeições nos mercados financeiros locais e suas deficiências no fornecimento de capitais.

Ao final dos anos 70 e início da década de 80, a ideia de criar fundos de *venture capital* financiados pelos governos dos estados se espalhou pelo país, beneficiada pela difusão de estudos que apontavam que os pequenos negócios eram desproporcionalmente responsáveis (sob o aspecto positivo) pela criação de empregos e que, em decorrência da significativa concentração do *venture capital* tradicional por região geográfica, por indústria ou por estágio de desenvolvimento das empresas investidas, esses novos negócios enfrentavam uma dificuldade acentuada na obtenção de recursos para a sua sobrevivência e crescimento. Assim, os governos dos estados seguiram o exemplo de Connecticut e Massachusetts e criaram seus próprios fundos de *venture capital*, de maneira a fornecer suporte ao processo de planejamento de negócios, desenvolvimento de produtos, início de produção e *marketing* (RUBIN, 2009, p. 345).

Ao final de 2006, mais de 44 estados dos EUA estavam operando fundos de *venture capital*, ou investindo recursos públicos locais em fundos gerenciados pela iniciativa privada que direcionariam investimentos em localidades geográficas específicas, ou ainda fornecendo incentivos fiscais para terceiros investirem localmente. No total, esses

estados comprometeram aproximadamente US\$ 5,8 bilhões nesses programas, de acordo com números da *National Association of Seed and Venture Funds* – NASVF. Essa organização, a propósito, conduziu uma pesquisa com 141 programas desenvolvidos por esses 44 estados, e observou que os objetivos são essencialmente relacionados à criação de empregos, à competitividade e ao crescimento econômico. Mais do que qualquer outro objetivo, buscava-se a criação de empregos, meta que foi duas vezes mais mencionada do que o retorno do investimento (RUBIN, 2009, p. 345).

Um aspecto importante a ser destacado em relação à pesquisa da NASVF relaciona-se ao fato de que os programas financiados pelos governos estaduais objetivaram mais frequentemente empresas nos estágios *seed* e *early stage* (conforme indicado por 57% das respostas). Essa característica difere da atuação dos fundos tradicionais de *venture capital*, nos quais apenas 34% dos investimentos foram direcionados a empresas nesses estágios de desenvolvimento. No que se refere à segmentação dos investimentos por tipo de indústria, a atuação dos programas dos estados é mais similar à do *venture capital* tradicional, sendo que os principais alvos são os setores de biotecnologia, equipamentos e aparelhos médicos, *software*, telecomunicações e de energia. Ademais, a pesquisa da NASVF observou que, em 42% das respostas, houve a afirmação de que os programas estavam apresentando uma *performance* excelente ou acima da média, em 47% das respostas a *performance* estaria na média e, em 12% das respostas, abaixo da média esperada (RUBIN, 2009, p. 345).

3.3 Capital empreendedor voltado a minorias

O segmento do *developmental venture capital* voltado a minorias usualmente investe recursos em empresas controladas por pessoas pertencentes a grupos minoritários, como afrodescendentes ou hispânicos, no caso dos Estados Unidos. Rubin (2009, p. 342) menciona que essa indústria teve início a partir de iniciativas do presidente Richard Nixon voltadas a contribuir para a criação, preservação e fortalecimento dessas empresas. Essas iniciativas levaram à criação do programa denominado *Minority Enterprise Small Business Investment Companies* (MESBICs), que objetivava prover acesso tanto a operações de crédito como a participações nesses negócios (*debt and equity capital*). Em 1985, o programa passou a ser denominado *Specialized Small Business Investment Companies* (SSBICs), e sua missão foi expandida de forma a servir às necessidades de empreendedores aos quais tenha sido negada a oportunidade de possuir e operar seu negócio em decorrência de desvantagens econômicas ou sociais. Em 1996, entretanto, o Congresso dos Estados Unidos decidiu que novos financiamentos não mais seriam realizados, permanecendo apenas a carteira de investimentos então existente. Apesar desse fato, Rubin (2009, p. 343) aponta que, desde 1984, surgiram no país dezenas de fundos privados cuja atuação é voltada a grupos minoritários, sendo inclusive mencionada a

associação que congrega o setor, que é denominada *National Association of Investment Companies* (NAIC). A autora menciona estudos que apontam que, nos Estados Unidos, o capital administrado nesse segmento seria da ordem de US\$ 2 bilhões em 2003, chegando a US\$ 10 bilhões em 2008, e os recursos (em 2003) seriam oriundos de fundos de pensão públicos (51%), fundos compostos por outros fundos de investimento (10,7%), corporações (10,7%), bancos (10,2%), fundos de pensão corporativos (9,7%), dentre outras fontes. As empresas investidas, por sua vez, atuam tanto no setor de alta como no de baixa tecnologia, ao contrário do que se observa no *venture capital* tradicional.

3.4 Capital empreendedor voltado a objetivos comunitários

O segmento do *developmental venture capital* voltado a objetivos comunitários busca alcançar a criação de empregos e o desenvolvimento econômico em localidades específicas, de forma a, por exemplo, revitalizar áreas carentes urbanas e rurais e criar empregos de alta qualidade para as populações de baixa renda. Esse segmento foi desenvolvido, nos Estados Unidos, a partir da criação de empresas de desenvolvimento comunitário (*community development corporations* – CDCs) ao final dos anos 60, que receberam recursos federais para atingirem seus objetivos. Um exemplo apresentado é o da *Kentucky Highlands Investment Corporation* (KHIC), que utilizou esses recursos tanto para desenvolver iniciativas próprias como para investir em negócios de terceiros, e atingiu tanto sucesso que passou a ser mencionada em periódicos nacionais, como o *National Journal*, o *The Washington Post* e o *The Wall Street Journal*.

Apesar do exemplo da KHIC, o número de fundos desse segmento de *venture capital*, conhecidos como *community development venture capital funds* (CDVC), permaneceu reduzido até a administração Clinton, que então criou, em meados da década de 90, o *Community Development Financial Institutions Fund* (CDFI) no âmbito do Tesouro dos Estados Unidos (*US Department of the Treasury*), com o objetivo de expandir a quantidade e a capacidade dos intermediários financeiros que atuam em comunidades de baixa renda, inclusive em fundos CDVCs. Simultaneamente à criação do CDFI, um grupo pioneiro de CDVCs criou o *Community Development Venture Capital Alliance* (CDVCA), que atuou no sentido do compartilhamento de ideias e modelos de atuação do setor. Ao final da década de 90, reunia centenas de potenciais administradores de fundos e investidores a suas conferências anuais, e mais de 20 CDVCs investiam por meio de *equity* e *near-equity* em empresas, enquanto muitos outros desses fundos se encontravam em vários diferentes estágios de levantamento de recursos para posterior investimento.

Rubin (2009, p. 346) menciona que os primeiros fundos CDVC foram capitalizados primordialmente por meio de recursos dos governos federal, estaduais e municipais, bem

como por fundações. Entretanto, esses recursos eram limitados, de maneira que foi necessário que os CDVCs identificassem novas formas de financiamento, sendo que, a partir de 1990, essa necessidade foi primordialmente suprida por meio de recursos dos bancos comerciais. Entretanto, ao contrário dos primeiros investidores em CDVCs, que eram movidos essencialmente por objetivos sociais, os bancos investiam na modalidade como uma forma de cumprir com as exigibilidades estabelecidas em decorrência do *Community Reinvestment Act* (CRA). Adicionalmente, os fundos CDVC expandiram seus objetivos sociais para além da criação de empregos para indivíduos de baixa renda, de forma a incluir o financiamento a empresas que aderem a práticas gerenciais que permitem progressão social e que fornecem planos de saúde e outros benefícios a seus trabalhadores, a empresas controladas ou gerenciadas por mulheres ou por afrodescendentes, ou a empresas que produzem itens que sejam benéficos ao meio ambiente. Ademais, passaram também a restringir a atuação a firmas que produzem itens não desejados, como armas e produtos ligados a jogos de azar.

Rubin (2009, p. 347-438) aponta, porém, que o setor sofreu com a crise relacionada ao estouro da bolha do setor de tecnologia no ano 2000 e com a falta de entusiasmo da administração Bush com o desenvolvimento comunitário, bem como por alguns resultados negativos incorridos e com o advento da percepção de que os investimentos no segmento não seriam rentáveis. Dessa forma, apenas 16 novos fundos CDVC completaram sua capitalização após o ano 2000, dos quais 5 faziam parte de famílias de fundos de *venture capital* já existentes e 7 foram viabilizados por meio de programas federais da *New Markets Venture Capital and Rural Business Investment Company*. A autora menciona ainda que, à semelhança dos fundos de *venture capital* que atuam de forma focada em grupos minoritários, os fundos CDVC investem nas mais diversas companhias, e não apenas nas pertencentes ao setor de tecnologia.

3.5 Capital empreendedor voltado a outros objetivos sociais

O segmento do *developmental venture capital* voltado a objetivos sociais efetua investimentos, por exemplo, em empresas que produzem ou comercializam produtos socialmente desejáveis ou que utilizam uma abordagem gerencial que beneficia seus trabalhadores e consumidores. Esses fundos de *venture capital*, conhecidos como *social venture capital funds* (SVC), também investem em empresas que perseguem outros objetivos sociais ou mesmo que forneçam fundos para organizações sem fins lucrativos (RUBIN, 2009, p. 348). A autora aponta que, nos Estados Unidos, essa modalidade de fundos de *venture capital* surgiu no início da década de 90, sendo que sua expansão foi prejudicada pelo desenvolvimento dos fundos *community development venture capital* – CDVC, que se desenvolveram àquela época, e que tinham objetivos similares aos

dos SVCs. Dessa forma, os potenciais interessados em criar um fundo SVC se esforçavam para caracterizá-los mais especificamente como um fundo comunitário. Mais recentemente, a retração dos fundos CDVCs a partir da administração Bush possibilitou a formação de fundos SVC, sem a restrição relativa a uma atuação tipicamente voltada a uma comunidade específica. Rubin (2009, p. 348) aponta que, à época em que seu artigo foi elaborado, havia cerca de 20 fundos que se auto intitulavam como SVC nos Estados Unidos. Entretanto, a elaboração de uma estimativa mais precisa seria tarefa complexa, devido aos limites imprecisos de atuação dessa modalidade de fundos (inclusive com certa superposição em relação à atuação dos CDVCs), ao fato de existirem fundos sociais que investem não nos Estados Unidos, mas em países em desenvolvimento, e em face à existência de fundos tradicionais de *venture capital* que, pela circunstância de direcionarem sua atuação em empresas que investem em tecnologias ambientalmente corretas (*cleantech*) ou naquelas que produzem alimentos saudáveis (*lifestyle of health and sustainability* – LOHAS), têm atuação próxima aos dos SVCs. Muito embora os fundos *Cleantech* e LOHAS tenham uma atuação voltada ao lucro, podem realizar atuações conjuntas com fundos SVCs, resultando em benefícios para todos os envolvidos. Um exemplo fornecido foi o referente ao investimento conjunto realizado na empresa *Adina for Life*, que afirmava perseguir, além da rentabilidade, práticas sociais responsáveis e sustentabilidade, sendo que um dos investidores na empresa valorizou seu compromisso com a política de *fair trade* e com a construção de uma fundação destinada a fornecer apoio às mulheres (*empowerment of women*) na África e nos países em desenvolvimento por meio do empreendedorismo.

A autora aponta que a maior parte dos fundos SVC não apresentam os parâmetros de atuação geográfica ou os objetivos de desenvolvimento econômico que os habilitariam a receber investimentos no âmbito do *Community Reinvestment Act* ou dos governos federal e estadual. Ademais, trata-se de fundos recentes, que não conseguem apresentar históricos de rendimentos financeiros para atrair fontes tradicionais de capitais, como fundos de pensão. Algumas de suas fontes de recursos são indivíduos com renda elevada e fundações familiares.

4. A IMPORTÂNCIA DO CAPITAL EMPREENDEDOR PARA A ECONOMIA

4.1 Impactos econômicos decorrentes do capital empreendedor

Algumas das referências sucintas – mas reveladoras – acerca da importância dos investimentos via *private equity* e *venture capital* para as empresas e a economia são destacadas por Ribeiro (2005):

Em países onde a atividade de PE/VC existe há mais tempo, seu impacto na economia é notável sob todos os aspectos. Nos EUA [...] de 2000 para 2003, enquanto o setor privado diminuiu o número de empregados em 2,3%, as empresas financiadas por PE/VC seguiram contratando. Aumentaram o número de empregados em 6,5% (GLOBAL INSIGHT, 2004).

Quando comparadas às demais empresas, aquelas financiadas por PE/VC apresentavam o dobro da receita, pagavam três vezes mais impostos, exportavam o dobro e investiam o triplo em pesquisa e desenvolvimento (P&D) em relação ao ativo total. (TAYLOR et al 2002). Mais importante, o gasto em P&D se revertia em inovação, como revelou o estudo de Kortum e Lerner (2000) sobre o impacto do investimento de PE/VC na gestão de patentes.

[...] Na Europa, pesquisas apontam para conclusões semelhantes, com um diferencial: cerca de 95% das empresas europeias financiadas por PE/VC afirmaram que não existiriam ou não teriam se desenvolvido tão rapidamente sem o aporte desse tipo de capital (EVCA, 2002). Em certos países europeus, a oferta de crédito é bastante limitada para empresas de menor porte. Neste contexto, a indústria de PE/VC oferece uma alternativa viável ao financiamento empresarial (BOTAZZI; DA RIN, 2002).

Nos EUA, pouco mais da metade dos IPOs realizados em 1999 foram de empresas financiadas por PE/VC. Juntas, receberam a maior parte dos US\$ 71 bilhões levantados naquele ano (LEE; WAHAL, 2004).

Diversos estudos analisam o desempenho dos papéis das empresas financiadas por PE/VC no mercado acionário. Barry et al (1990) constata menor underpricing (desconto para colocação) e menor volatilidade (risco). Megginson e Weiss (1991) mostram que essas empresas chegam à bolsa de

valores mais cedo e contam com underwriters de melhor reputação. Enquanto certos autores argumentam que um mercado acionário vigoroso seja pré-requisito para a existência de uma indústria de PE/VC (BLACK e GILSON, 1998), os resultados destas pesquisas sugerem uma relação de mão dupla, onde a indústria de PE/VC também promove o crescimento do mercado acionário, levando ao pregão empresas de menor porte e acostumadas com a boa governança exercida pelo gestor de PE/VC durante a vigência do investimento (RIBEIRO, 2005, p. 7-9).

Pode-se mencionar, ainda, as constatações de Samila; Sorenson (2011, p. 338) que, ao analisarem dados de áreas metropolitanas dos Estados Unidos, observaram que expansões na oferta de *venture capital* afetam positivamente a abertura de novas firmas, o nível de emprego e a renda agregada em uma região. Ademais, defendem que a atividade de *venture capital* estimula a criação de mais empresas que apenas aquelas por ela financiadas, o que seria consistente com dois mecanismos: no primeiro, empreendedores potenciais que vislumbram necessidades financeiras futuras têm maior probabilidade de iniciar seus negócios quando a oferta de capital se expande (ou seja, ainda que esse financiamento não seja requerido); no segundo mecanismo, as novas empresas podem transferir *know-how* a seus empregados, possibilitando assim que essas pessoas iniciem seus próprios negócios, e podem encorajar terceiros a se tornarem empreendedores a partir do exemplo que propiciam (*demonstration effects*).

No que se refere à expansão do emprego e da renda agregada, os autores apontam que ao menos parte dessa elevação pode ser explicada pelo fato de o *venture capital* possibilitar aos empreendedores a criação de valor por meio da exploração de novas ideias que, de outra forma, permaneceriam apenas como possibilidades inexploradas.

Pode-se citar, ainda, a pesquisa realizada pela *European Private Equity and Venture Capital Association – EVCA* (2011, p. 5), que conduziu uma pesquisa para uma amostra de empresas europeias que, entre 1995 e 2001, receberam recursos na modalidade *venture capital* durante seus estágios *seed*, *start-up* ou *expansion*. Foi observado, por exemplo, que 60% das empresas pesquisadas afirmaram que simplesmente não existiriam caso não tivessem recebido esses recursos.

Por sua vez, quanto às modalidades *buyout* e *private equity*, Wright; Gilligan; Amess (2009) analisaram um grande número de artigos que tratam do tema, e discorrem sobre diversos efeitos desses financiamentos. Em suma, apontam que, ao contrário das percepções correntes, já existe farta literatura sobre o tema, e a evidência existente é no sentido de que se trata de atividades que trazem particular importância econômica, bem como benefícios sociais (WRIGHT; GILLIGAN; AMESS, 2009, p. 16-17). Dentre diversos outros aspectos, mencionam que essas operações, em regra, melhoram a

performance das empresas investidas, ajustando o foco das atividades que desenvolvem (especialmente nos casos de firmas que enfrentam dificuldades e de empresas listadas em bolsa), e acarretam melhoras significativas no desenvolvimento de novos produtos e em outros aspectos relacionados a empreendedorismo, como a realização de novas iniciativas empresariais, a construção de alianças tecnológicas ou a capacitação e expansão do setor de pesquisas e desenvolvimento (WRIGHT; GILLIGAN; AMESS, 2009, p. 9-10). Ademais, mencionam os autores que, entre outros aspectos, *buyout* de divisões de empresas permite o desenvolvimento de novos produtos que, anteriormente, haviam sido vetados pela empresa, e que os fornecedores de recursos para operações de *private equity* contribuem para a manutenção e execução de estratégias de agregação de valor na empresa, afetando positivamente o desenvolvimento de sistemas de controle que facilitam mudanças estratégicas.

Enfim, há diversos estudos que abordam os impactos econômicos da indústria de capital de risco. Em particular, os efeitos sobre o número de registros de patentes serão discutidos no capítulo a seguir, que trata das relações entre inovação e *venture capital*.

4.2 Ponderações quanto às relações de causalidade entre inovação e disponibilidade de *venture capital*

É importante apresentar as conclusões de estudos que objetivam saber se a disponibilidade de *venture capital* estimula a inovação, ou se é o próprio ambiente de inovação que leva à expansão de financiamentos por *venture capital*. Em outras palavras, avalia-se a relação de causalidade entre inovação e disponibilidade de *venture capital*.

4.2.1 *Innovation first or venture capital first?*

Hirukawa; Ueda (2011) apontam que os formuladores de política que desejam estimular o crescimento econômico frequentemente tentam criar ou expandir a indústria local de *venture capital*. Dentre essas tentativas, pode-se mencionar o Programa Yozma em Israel, o *Small Business Investment Company* (SBIC) nos Estados Unidos, bem como várias iniciativas de criação de mercados de ações com requisitos de participação menos severos do que os existentes nos mercados tradicionais desses ativos. Ressaltam que duas argumentações conduziram a essas ações: a primeira apontaria que os investidores na modalidade *venture capital* reduziram o problema do subinvestimento em atividades inovadoras desenvolvidas por firmas pequenas e novas, e a segunda destacaria que esses investidores poderiam auxiliar essas firmas a crescerem rapidamente e a se tornarem lucrativas. Desta forma, a criação de infraestrutura para a indústria de *venture capital* e a concessão de subsídios aos investidores que atuam nesse segmento poderiam acarretar

tar um maior fluxo de recursos financeiros e apoio gerencial para as pequenas e novas firmas, encorajando assim a inovação.

Os autores apontam que há evidências acadêmicas que sugerem que, por meio de investimentos efetuados com *venture capital*, as firmas crescem mais rapidamente e podem contornar o problema do subinvestimento em atividades inovadoras, sendo destacados alguns dos trabalhos nesse sentido:

Há de fato tanto evidência ad hoc como acadêmica sugerindo que as firmas crescem rapidamente e podem contornar a questão do subinvestimento em atividades inovadoras se elas são apoiadas por venture capitalists. Ao nível da firma, Hellmann e Puri (2000) e Engel (2002) descobriram que essas firmas crescem mais rápido que suas assemelhadas da indústria em que atuam. As empresas apoiadas por venture capitalists no Japão também têm experimentado rápido crescimento (Suzuki, 1996). Com respeito à inovação, Kortum e Lerner (2001) descobriram que as patentes concedidas às companhias apoiadas por venture capitalists são citadas mais frequentemente que outras patentes, sugerindo que essas companhias estão engajadas em atividades inovadoras importantes. Ao nível da indústria, Kortum e Lerner (2001) descobriram que, nos Estados Unidos, investimentos em venture capital têm um impacto mais forte no número de patentes que dispêndios em pesquisa e desenvolvimento. Utilizando dados da Alemanha, Tykvova (2000) também descobre uma relação positiva entre investimentos em venture capital e pedidos de patentes (HIRUKAWA; UEDA, 2011, p. 421-422)².

Apontam ainda os autores que uma interpretação usual dos resultados obtidos nesses trabalhos seria no sentido de que a disponibilidade de *venture capital* contribui para o desenvolvimento de pequenas firmas e a inovação, hipótese que pode ser denominada como “*venture capital first*”. Entretanto, Hirukawa; Ueda (2011) ponderam que essa interpretação pode ser viesada, uma vez que a causalidade poderia ser na direção oposta, de maneira que o surgimento de oportunidades decorrentes da inovação estimularia novas *start-ups* que, por sua vez, criariam demanda para o *venture capital*.

A complementaridade entre novas firmas que exploram oportunidades decorrentes da inovação e o *venture capital* pode surgir de várias formas. Um investidor dessa modalidade (*venture capitalist*) é tipicamente especializado em um estrito segmento de negócios e, assim, pode ter uma vantagem na avaliação acurada dos negócios em análise, a qual poderia reduzir os custos associados ao clássico problema da informação assimétrica. Ademais, o *venture capital* pode ter flexibilidade em termos de utilização de instrumentos financeiros

2 Tradução livre.

devido à maior liberdade regulatória (conforme os autores, um dos instrumentos mais utilizados pelos *venture capitalists* são dívidas conversíveis, ou *convertible debts*, instrumento que não poderia ser utilizados pelos bancos³). Adicionalmente, destacam que o *venture capital* frequentemente fornece outros recursos, além dos financeiros, que são essenciais para novas firmas, como *expertise* legal e gerencial. Os autores mencionam, citando outros estudos, que as firmas que obtêm suporte por *venture capital* têm maior probabilidade de ajuizar ações relacionadas a violação de segredos (o que sugere que os *venture capitalists* poderiam auxiliar as empresas investidas com apoio legal) e conseguem levar seus produtos ao mercado de forma mais rápida que as firmas que não contam com esse suporte (o que indica que os *venture capitalists* podem auxiliar as firmas investidas a encontrar novos consumidores e canais de vendas).

Desta forma, Hirukawa; Ueda (2011) argumentam que, como oportunidades significativas de inovação estimulam novas *start-ups* que, por sua vez demandam *venture capital*, será analisada a hipótese de que são as inovações que estimulam o mercado de *venture capital*. Essa hipótese pode ser denominada como “*innovation first*”.

Os autores assim verificam, através de modelos autorregressivos, a existência de relações de causalidade de Granger. Para tanto, foram utilizados dois tipos de medidas de investimento por meio de *venture capital*, quais sejam, *first round investments* (geralmente efetuados em empreendimentos nos primeiros estágios de desenvolvimento) e *follow-on round investments* (geralmente efetuados em empreendimentos em estágios mais avançados); e dois tipos de medidas de inovação, que são o número de patentes e o crescimento dos fatores de produtividade total por meio do índice de produtividade divulgado pelo *National Bureau of Economic Research* (NBER), que é composto de cinco fatores: horas de trabalho na produção, trabalhadores não envolvidos na produção, capital, energia e material não relacionado à energia. Foram ainda analisadas, de forma mais específica, cinco indústrias intensivas em *venture capital*, que responderiam por 88% dos investimentos totais da modalidade no setor de manufatura nos EUA. Essas cinco indústrias são: “*Drugs* (KL 6); *Office and Computing Machines* (KL 13); *Communication and Electronic* (KL 15); *Other Electrical Equipment* (KL16); and *Professional and Scientific Instruments* (KL 19)” (HIRUKAWA; UEDA, 2011, p. 443)⁴.

Com relação à hipótese *venture capital first*, os autores apontam que há fraca evidência de sua ocorrência quando é utilizado o crescimento dos fatores de produtividade

3 A esse respeito, Hirukawa; Ueda (2011, p. 422) mencionam que “*Cornelli and Yosha (2003) show how convertible debts can lessen the entrepreneur’s incentive to engage in ‘window dressing’ or short-termism*”. A propósito, a referência que os autores apresentam para essa citação é: “*Cornelli, F. and O. Yosha (2003) ‘Stage Financing and the Role of Convertible Debt’, Review of Economic Studies 70, 1–32*”.

4 Os autores destacam dois dos maiores desafios na construção da base de dados: o primeiro refere-se à concordância entre os dados dos investimentos em Venture Capital e os dados dos fatores de produtividade total, e o segundo à construção de uma extensão, até 2001, das séries divulgadas pelo NBER, que abrangiam até o ano de 1996. Os dados referentes aos fundos disponíveis de Venture Capital também foram construídos e estendidos conforme metodologia descrita pelos autores.

total como estimador da inovação. Através do uso da série *first round investments* como estimador dos investimentos em *venture capital*, foram feitas análises sob várias especificações, sendo que a utilização desse estimador com uma defasagem temporal de 2 anos é positiva e significativamente relacionada com o crescimento dos fatores de produtividade total. Entretanto, a utilização com defasagem temporal da série *follow-on round* como estimador para os investimentos não é significativamente relacionada com o crescimento dos fatores de produtividade. Ademais, não é encontrada nenhuma evidência que suporte a hipótese *venture capital first* quando as patentes são utilizadas como o estimador da inovação. Os autores consideraram ainda surpreendente que a análise efetuada utilizando a série relativa a investimentos em *venture capital* com uma defasagem temporal de um ano tenha apresentado uma correlação negativa, e frequentemente significativa, tanto com o crescimento dos fatores de produtividade quanto com o número de patentes.

Com relação à ocorrência da hipótese *innovation first*, os autores observaram alguma evidência de sua ocorrência quando o crescimento dos fatores de produtividade é utilizado como estimador da inovação. Nesse caso, a relação de causalidade de Granger é observada tanto quando a variável *first round investments* como a *follow-on round investments* são utilizadas como estimadoras dos investimentos em *venture capital*. Entretanto, não é encontrada nenhuma evidência que suporte a hipótese *innovation first* quando o número de patentes é utilizado como o estimador da inovação.

Os autores ainda apontam que, embora nenhuma das duas hipóteses tenha sido verificada quando o número de patentes é utilizado como o estimador da inovação, as variáveis *first round investments* e *follow-on round investments* frequentemente predizem um menor número de patentes após uma defasagem de tempo de um ano, quando segmentos industriais específicos são analisados, o que seria consistente com resultados de outros estudos que apontam para uma redução das atividades relacionadas a patentes assim que as firmas obtêm financiamentos de *venture capital*.⁵

Quanto ao já mencionado resultado que apontou para uma correlação negativa e significativa entre investimentos em *venture capital* com os indicadores da inovação com defasagem temporal de um ano, os autores apresentam diversas teorias que poderiam ser consistentes com essa possibilidade. Apontam que montantes significativos de *venture capital* poderiam incentivar os empreendedores a efetuar decisões estratégicas ineficientes⁶, e que

5 A esse respeito, os estudos mencionados pelos autores são "Engel and Keilbach (2007)" e "Caselli. (2009)". As referências que apresentam para esses estudos são, respectivamente, "Engel, D. and M. Keilbach (2007) 'Firm Level Implications of Early Stage Venture Capital Investment – An Empirical Investigation', *Journal of Empirical Finance* 14, 150–67" e "Caselli, S., S. Gatti and F. Perrini (2009) 'Are Venture Capitalists A Catalyst for Innovation?', *European Financial Management* 15, 92–111".

6 Sobre esse tema, os estudos mencionados pelos autores são "Kahneman and Lovallo, 1993; deMeza and Southey, 1996". As referências que apresentam para esses estudos são, respectivamente, Kahneman, D. and D. Lovallo (1993) 'Timid Choices and Bold Forecasts', *Management Science* 39, 17–31" e "deMeza, D. and C. Southey (1996) 'The Borrower's Curse: Optimism, Finance and Entrepreneurship', *Economic Journal* 106, 375–86".

a disponibilidade de recursos financeiros abundantes poderia estimular os empreendedores a manter um curso de ação independentemente da obtenção de resultados negativos relacionados à iniciativa⁷. Ademais, aponta que, em linha com essas teorias, teria sido observado nos Estados Unidos que a rentabilidade decresceria à medida que as firmas detêm mais ativos⁸, e a correlação negativa entre investimentos por meio de *venture capital* seria consistente com a teoria que trata das bolhas e quebras de mercado (*bubbles and crashes theory*)⁹, que aponta que ciclos de elevado crescimento (*boom*) econômico desencadearão quebras (*crashes*) subsequentes. Os autores ainda mencionam que a correlação negativa entre a série defasada de investimentos em *venture capital* e o número de patentes seria consistente com as evidências obtidas a partir de dados da Alemanha e da Itália, que apontam que, após o aporte dessa modalidade de investimentos, as firmas experimentam um período de elevado crescimento de vendas, mas com redução do número de patentes requeridas. Uma explicação para o fenômeno seria no sentido de que os *venture capitalists* alterariam a estratégia das firmas investidas, que passariam a inovar menos e a lucrar mais com as inovações já alcançadas¹⁰.

Em essência, os autores concluem, a partir dos dados referentes aos Estados Unidos, que, de forma consistente com a hipótese *innovation first*, o crescimento dos fatores de produtividade é frequentemente positivo e significativamente relacionado com investimentos futuros em *venture capital*, ao passo que há fraca evidência que suporte a hipótese *venture capital first*. Entretanto, os autores também apontam que as relações observadas em séries temporais entre investimentos em *venture capital* e inovação não são tão simples como inicialmente imaginado. É também oportuno observar que, conforme anteriormente mencionado, quando o número de patentes é utilizado como estimador da inovação, não há suporte à hipótese *innovation first*.

4.2.2 A atividade de *venture capital* é estimulada pela demanda ou pela oferta? O caso da Europa.

Nesse estudo, Geronikolaou; Papachristou (2012) também pretendem observar se há evidências que indiquem se a atividade de *venture capital* é estimulada pela demanda ou pela oferta, verificando se a inovação e o empreendedorismo são estimulados por investimentos em *venture capital*, ou se a existência de um empreendedorismo inovador

7 A esse respeito, o estudo mencionado é "Ross and Staw (1993)", cuja referência indicada é: "Ross, J. and B. Staw (1993) 'Organizational Escalation and Exit: Lessons from the Shoreham Nuclear Plant', *Academy of Management Journal* 36, 701–32".

8 Nesse caso, o estudo indicado é "George (2005)", cuja referência é "George, G. (2005) 'Slack Resources and the Performance of Privately Held Firms', *Academy of Management Journal* 48, 661–76."

9 O estudo indicado é "Abreu and Brunnermeier (2003)", cuja referência fornecida pelos autores é "Abreu, D. and M. K. Brunnermeier (2003) 'Bubbles and Crashes', *Econometrica* 71, 173–204".

10 Os estudos mencionados são "Engel and Keilbach (2007) and Caselli. (2009)", cujas referências, indicadas em nota anterior, são, respectivamente, "Engel, D. and M. Keilbach (2007) 'Firm Level Implications of Early Stage Venture Capital Investment – An Empirical Investigation', *Journal of Empirical Finance* 14, 150–67" e "Caselli, S., S. Gatti and F. Perrini (2009) 'Are Venture Capitalists A Catalyst for Innovation?', *European Financial Management* 15, 92–111".

é pré-condição para o envolvimento do *venture capital*. Assim, utilizam como *proxy* da inovação os pedidos de patentes no *European Patents Office*.

Inicialmente, os autores citam outros estudos que argumentam, dentre diversos outros aspectos, que algumas das empresas mais renomadas e inovadoras do segmento de alta tecnologia, como Apple Computers, Cisco Systems, Genentech, Microsoft, Netscape e Sun Microsystems foram criadas graças à assistência do *venture capital* o qual, assim, teria um papel fundamental para o sucesso empreendedor e o progresso tecnológico nos países desenvolvidos. Ademais, apesar de o mercado europeu de *venture capital* estar defasado em relação ao existente nos Estados Unidos, essa modalidade de investimentos teria, também na Europa, contribuído substancialmente para o surgimento de empresas inovadoras listadas na “Euro.nm”, uma rede de bolsas dedicada a companhias de elevado crescimento, independentemente do setor de atividade ou país de origem.

Em decorrência da falta de garantias disponíveis a serem oferecidas, as pequenas firmas inovadoras, a maioria delas de empreendedores individuais, têm acesso limitado aos mercados de capitais para financiar seus projetos e, assim, participações externas representariam a principal alternativa para ultrapassar essa dificuldade. Nesse contexto, o *venture capital* supriria essa lacuna, sendo que os investidores, ao participar de pequenas e dinâmicas firmas inovadoras, se tornariam coproprietários dos projetos.

Os autores ainda mencionam que, muito embora o papel do *venture capital* no progresso tecnológico seja em geral reconhecido, esse fenômeno tem recebido menos atenção na pesquisa empírica, ao contrário do que ocorre com os investimentos em pesquisa e desenvolvimento (*Research & Development* – R&D), cuja importância tem sido extensivamente examinada em numerosos artigos, que investigam, por exemplo, as relações entre R&D e patentes¹¹. Por outro lado, mencionam que os autores Kortum e Lerner¹² são alguns dos poucos que investigaram a relação entre investimentos efetuados por meio de *venture capital* e patentes. Dados dos Estados Unidos demonstraram que o *venture capital* e R&D têm um significativo efeito sobre patentes e estimaram que um dólar investido por meio do *venture capital* é três vezes mais valioso para a geração de patentes que um dólar investido normalmente.

11 As referências apresentadas pelos autores para esses estudos, omitindo os links das bases de dados, são: “A. Pakes and Z. Griliches, “Patents and R&D at the Firm Level: A First Report,” *Economic Letters*, Vol. 5, No. 4, 1980, pp. 377-381”; “B. H. Hall, Z. Griliches and J. A. Hausman, “Patents and R&D: Is There a Lag?” *International Economic Review*, Vol. 27, No. 2, 1986, pp. 265-283”; “M. Cincera, “Patents, R&D, and Technological Spillovers at the Firm Level: Some Evidence from Econometric Count Models for Panel Data,” *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 12, No. 3, 1997, pp. 265-280”; “B. Crepon and E. Duguet, “Estimating the Innovation Function from Patent Numbers: GMM on Count Panel Data,” *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 12, No. 3, 1997, pp. 243-263”; “R. Blundell, R. Griffith and F. Windmeijer, “Individual Effects and Dynamics in Count Data Models,” *Journal of Econometrics*, Vol. 108, No. 1, 2002, pp. 113-131”.

12 A respectiva referência apresentada é “S. Kortum and J. Lerner, “Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation,” *Rand Journal of Economics*, Vol. 31, No. 4, 2000, pp. 674-692. doi:10.2307/2696354”.

Entretanto, os autores apontam que a arraigada noção de que o *venture capital* acarreta inovação foi questionada pelo artigo de Hirukawa; Ueda (2011), comentado no item 4.2.1 deste texto, que analisa dados referentes aos Estados Unidos, muito embora a relação de causalidade no sentido da inovação para *venture capital* não tivesse sido observada quando utilizados os dados relativos a pedidos de patentes nos EUA, mas apenas quando empregados dados relativos aos fatores de produtividade como *proxy* do progresso tecnológico.

Nesse contexto, Geronikolaou; Papachristou (2012) analisaram o mercado europeu. A partir dos estudos econométricos efetuados, os autores concluem que há evidências de que a causalidade é no sentido de que as patentes conduzem ao *venture capital*, o que sugere que, na Europa, a inovação parece criar a demanda para essa modalidade de investimentos, e não que o *venture capital* atue como uma fonte de inovação. Os autores ainda verificaram, utilizando uma defasagem temporal de um ano entre investimentos e patentes, que a correlação é negativa, ou seja, que o número de patentes apresentaria decréscimo após a realização de investimentos em *venture capital*, o que estaria consistente com observação similar de Hirukawa; Ueda (2011).

Assim, Geronikolaou; Papachristou (2012) mencionam que a explicação de Hirukawa; Ueda (2011) para o fenômeno seria no sentido de que um *boom* em novas tecnologias pode levar ao surgimento de novas *start-ups*, expandindo assim a demanda para financiamentos por meio de *venture capital*. Entretanto, Geronikolaou; Papachristou (2012) propõem que o fenômeno também poderia ser explicado com base em considerações sobre informação assimétrica e irreversibilidade dos investimentos em *venture capital*.

Mais especificamente, ponderam que investimentos em *venture capital* podem ser contidos na presença de severos problemas relativos à seleção adversa, em razão do risco de financiar empreendimentos cujo risco *ex post* venha a ser considerado inaceitável. Nessas circunstâncias, a patente poderia ser considerada como um sinal que indique a qualidade superior do empreendedor, o que reduziria o custo de procedimentos de *due diligence* e, como consequência, atrairia investimentos de capital de risco.

Adicionalmente, o *venture capital*, especialmente quando direcionado a firmas em estágios iniciais de desenvolvimento, pode ser considerado investimento irreversível e, assim sendo, a decisão de investimento pode ser refreada na presença de incerteza quanto ao fluxo de caixa futuro do empreendimento¹³. Os autores apontam que, especialmente no caso dos empreendimentos em fase inicial de desenvolvimento, os aportes de recursos via *venture capital* seriam claramente considerados um custo perdido (*sunk cost*), uma vez que se destinam a empresas que ainda não dispõem de produção e não há qualquer

13 Sobre o tema, os autores apontam a referência "A. K. Dixit and R. S. Pindyck, "Investment under Uncertainty," Princeton University Press, Princeton, 1994.

mercado secundário para os ativos de que dispõem. A irreversibilidade, ademais, torna ainda mais severo o custo de seleção adversa, de maneira que o efeito sinalizador conferido pelas patentes torna-se ainda mais relevante.

Por sua vez, as pequenas firmas e os empreendedores sabem que têm, de alguma forma, de indicar a qualidade de seu projeto de maneira a serem considerados bons candidatos a receber recursos de *venture capital*. Por esse motivo, apesar de os procedimentos de requisição para uma patente serem dispendiosos tanto em termos de recursos financeiros como em termos de tempo, o processo é efetuado de forma que a própria requisição (*patent application*) sinalize uma qualidade superior em relação aos empreendedores competidores que sequer tenham efetuado tal requerimento.

Além desse aspecto, os autores mencionam especificamente que as diferenças entre a relevância do *venture capital* entre os diversos países da Europa são induzidas não pelo lado da oferta, mas pelo lado da demanda, de maneira que, nos mercados europeus menos relevantes, as ideias inovadoras e criadoras de valor são escassas, mas não os recursos financeiros.

Por fim, os autores apontam que, embora o trabalho tenha sido desenvolvido em nível de análise de países, e não de análise de empresas, não são vislumbradas razões pelas quais os resultados advindos de estudos que analisem dados em nível das empresas poderiam gerar resultados conflitantes no que se refere à relação entre investimentos em *venture capital* e patentes.

4.2.3 O impacto do *venture capital* sobre a inovação e o crescimento das empresas na Áustria

Peneder (2010) analisa o impacto do *venture capital* sobre a inovação e o crescimento das empresas investidas na Áustria. Um dos aspectos apontados refere-se ao fato de que se trata da análise de uma economia que ainda conta com um mercado pouco desenvolvido de *venture capital*. Muito embora os países com mercados mais relevantes dessa modalidade de investimentos disponham de dados mais amplos e de maior qualidade sobre essa indústria, os países com mercados em desenvolvimento, como a Áustria, ainda seriam pouco mencionados pela literatura. Sob esse aspecto, para muitos investidores o caso da Áustria pode refletir melhor a sua situação do que o caso de economias onde o *venture capital* já é relevante e maduro.

O autor menciona que seu estudo fornece suporte para três conclusões gerais. A primeira refere-se ao fato de que as companhias austríacas que obtêm suporte de *venture capital* apresentam restrições na sua capacidade em obter financiamentos pelos canais tradicionais.

A segunda refere-se à constatação de que as firmas que obtêm recursos de *venture capital* mostram-se mais inovadoras e crescem mais rapidamente em termos de emprego e receita de vendas que as outras empresas. Entretanto, as diferenças de *performance* em termos de inovação (mensurada como a representatividade da parcela das receitas de vendas de novos produtos e serviços em relação às receitas totais de vendas) mostram ser decorrentes da mera seleção das empresas investidas, e não de consequências advindas dos investimentos por meio de *venture capital* sobre a inovação. Em outras palavras, o autor destaca que o *venture capital* tende a financiar as empresas inovadoras, mas não as torna mais inovadoras. De toda forma, o *venture capital* se mostra bem-sucedido na alocação de recursos às empresas mais inovadoras, contribuindo dessa maneira para a ocorrência de alterações estruturais na economia e para o desenvolvimento.

A terceira conclusão mostra que as empresas que obtêm essa modalidade de financiamento crescem mais rapidamente que outras empresas a elas comparáveis. O maior crescimento pode se dever a aspectos causados tanto pela própria atuação do *venture capital*, por meio da agregação de valor pela participação de investidores informados e ativos, como em decorrência dos efeitos do processo seletivo de escolha das empresas investidas, uma vez que são financiadas firmas com elevado potencial de crescimento.

O autor ainda ressalta que os empreendedores que procuram financiamento devem estar precavidos em relação a investidores de *venture capital* que sugerem que sua atuação pode aprimorar sua inovação. Esses empreendedores devem, ao contrário, esperar que esses investidores possam alavancar sua capacidade de comercializar suas inovações e então crescer.

Ademais, Peneder (2010) aponta que os resultados demonstram que um bem desenvolvido mercado de *venture capital* não é um substituto, mas sim um complemento a políticas públicas voltadas à pesquisa e desenvolvimento. Apesar da eventual ausência de umnexo causal do capital de risco sobre a inovação, o acesso ao *venture capital* permanece um importante pilar para o sistema de inovação.

4.2.4 Os efeitos do *venture capital* sobre o número de patentes de indústrias de alta tecnologia e de *softwares* na Itália

Bertoni; Croce; D'Adda (2010) analisam, no âmbito do mercado italiano, os investimentos efetuados por meio do *venture capital* a novas indústrias de alta tecnologia e de *softwares*, e os seus efeitos sobre o número de patentes.

Primeiramente, apresentam estudos anteriores que apontam que as empresas financiadas por *venture capital* não exibiam, previamente, uma propensão diferenciada a reque-

rer patentes¹⁴. Ademais, argumentam que os investidores em *venture capital* identificam firmas com projetos inovadores e fornecem recursos que possibilitam o desenvolvimento de atividades de pesquisa e desenvolvimento (*Research and Development – R&D*). Maiores investimentos em R&D, por sua vez, estimulam a inovação nessas firmas. Os autores apontam que o processo de obtenção das patentes pode ser muito expressivo para pequenas empresas de alta tecnologia, que também podem incorrer em outros custos indiretos como *disclosure* da invenção, treinamento de pessoal quanto aos procedimentos e regras do processo de obtenção de patentes¹⁵. Mais especificamente, mencionam artigos¹⁶ que defendem que os custos de requerer uma patente e de defendê-la judicialmente é uma importante razão a desencorajar as pequenas firmas de ingressar nesses processos. Assim, o *venture capital* possibilita que as firmas investidas enfrentem esses custos, ocasionando uma elevação na sua taxa de requisição de patentes.

Bertoni; Croce; D’Adda (2010) mencionam ainda que os investidores na modalidade *venture capital* não são passivos, monitoram continuamente o comportamento dos empreendedores das firmas investidas, e utilizam instrumentos financeiros específicos e cláusulas contratuais que protegem os investimentos de comportamentos oportunistas por parte dos empreendedores, criando assim poderosos incentivos para sua atuação, e essa disciplina rígida resultaria em maior produtividade no que tange à inovação¹⁷.

Entretanto, os autores apontam também que numerosos estudos mencionam a possibilidade de ocorrência de conflitos de interesse (*agency problems*) na relação entre investidores da modalidade *venture capital* e empreendedores, de maneira que podem surgir efeitos negativos para a inovação das companhias investidas. Afinal, os investidores podem ter objetivos e estratégias que são diferentes daquelas utilizadas pelos empreendedores,

14 Os estudos mencionados quanto a esse tema são “Engel 2002; Bottazzi, DaRin, and Hellmann 2008; Colombo and Grilli, forthcoming”. As referências apresentadas são, respectivamente, “Engel, D. 2002. The impact of Venture Capital on firm growth: An empirical investigation. Discussion Paper No. 02-02, Centre for European Economic Research (ZEW), Mannheim”; “Bottazzi, L., M. Da Rin, and T. Hellmann. 2008. Who are the active investors? Evidence from Venture Capital. *Journal of Financial Economics* 89: 488–512”; e “Colombo, M.G., and L. Grilli. Forthcoming. On growth drivers of high-tech start-ups: The role of founders’ human capital and Venture Capital. *Journal of Business Venturing*”.

15 Os estudos mencionados quanto a esses temas são “Chan 1983; Amit, Brander, and Zott 1998” e “Hsu and Ziedonis 2007”, cujas referências apresentadas são “Chan, Y.S. 1983. On the positive role of financial intermediation in allocation of Venture Capital in a market with imperfect information. *Journal of Finance* 35, no. 5: 1543–68”; “Amit, R., J. Brander, and C. Zott. 1998. Why do Venture Capital firms exist? Theory and Canadian evidence. *Journal of Business Venturing* 13: 441–66”; “Hsu, D.H., and R. Ziedonis. 2007. Patents as quality signals for entrepreneurial ventures. University of Michigan Working Paper”.

16 Trata-se de “Cohen, Nelson, and Walsh (2000)” e “Lerner (1994)”, cujas referências apresentadas são, respectivamente, “Cohen, W.M., R.R. Nelson, and J. Walsh. 2000. Protecting their intellectual assets: Appropriability conditions and why US manufacturing firms patent (or not). NBER Working Paper No. 7552” e “Lerner, J. 1994. The importance of trade secrecy: Evidence from civil litigation. HBS Working Paper No. 95-043. <http://ssrn.com/abstract=6089> (accessed January 26, 2009)”.

17 Alguns dos artigos apontados quanto a esse aspecto são “Sahlman 1990; Gompers 1995; Hellmann 1998; Kaplan and Stromberg 2003, 2004”. As referências apresentadas são, respectivamente, “Sahlman, W.A. 1990. The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics* 27: 473–521”, “Gompers, P.A. 1995. Optimal investment, monitoring, and the staging of Venture Capital. *Journal of Finance* 50, no. 5: 1461–89”, “Hellmann, T. 1998. The allocation of control rights in Venture Capital contracts. *Rand Journal of Economics* 29: 57–76” e “Kaplan, S.N., and P. Stromberg. 2004. Characteristics, contracts and actions: Evidence from Venture Capitalists analyses. *Journal of Finance* 59, no. 5: 2177–2210”.

e desentendimentos podem absorver o esforço e atenção dos empreendedores em detrimento da busca de projetos inovadores. Além desse aspecto, o financiamento por meio de *venture capital* pode acarretar riscos quanto à apropriação das iniciativas, uma vez que os investidores podem se apropriar das ideias inovadoras dos empreendedores e explorá-las em sua ausência. Assim, os empreendedores podem ser induzidos a tomar decisões que são prejudiciais à inovação da firma como, por exemplo, concentrar esforços para a proteção das tecnologias existentes na empresa, ao invés de desenvolver novas tecnologias.

Os autores ainda mencionam Kortum; Lerner (2000) que produziram estudo que, em seu entendimento, provavelmente seria o primeiro realizado em larga escala para analisar o impacto do *venture capital* sobre a inovação. O estudo analisa dados de patentes e investimentos em capital de risco em 20 segmentos da indústria de manufatura dos Estados Unidos entre 1965 e 1992, sendo constatado que esses investimentos contribuíram para a expansão das patentes, e que esse efeito foi considerado ainda mais importante que o decorrente da pesquisa e desenvolvimento (*Research & Development*) corporativo. Os resultados sugerem que as firmas que obtiveram esses investimentos: (i) têm patentes que são citadas com mais frequência, o que aponta que seriam de melhor qualidade; e (ii) se envolvem mais em litígios acerca de segredos corporativos que as firmas não financiadas por *venture capital* (ou seja, não fazem menor uso de outros mecanismos de apropriação de inovações como segredos comerciais). Bertoni; Croce; D'Adda (2010) também mencionam estudo similar realizado por Tykvová (2000), o qual concluiu que os investimentos em *venture capital* apresentaram um significativo efeito sobre as atividades relacionadas a novas patentes em uma amostra de 10 indústrias alemãs entre 1991 e 1997.

Não obstante, Bertoni; Croce; D'Adda (2010) também mencionam que os artigos publicados sobre o tema não são unânimes quanto aos efeitos do *venture capital* sobre a inovação das empresas. Desta forma, pretendem contribuir analisando uma amostra das novas empresas do setor de tecnologia da Itália.

Os resultados obtidos são no sentido de que a propensão das firmas para requerer patentes é significativamente maior para as firmas financiadas por *venture capital* do que para as não financiadas. Adicionalmente, tanto a probabilidade de obter uma ou mais patentes quanto o número de patentes concedidas aumentam significativamente após a firma receber a primeira parcela desses financiamentos. Ademais, os autores não encontraram evidências de *sorting*, ou seja, as empresas financiadas não exibiriam, previamente ao recebimento dos financiamentos, uma propensão maior para requerer patentes, o que

seria compatível com outros estudos anteriores¹⁸. Assim, os resultados corroboram a visão de que o *venture capital* é benéfico à inovação das empresas.

Nesse contexto, Bertoni; Croce; D'Adda (2010) ainda argumentam que, como esses investimentos agregam valor às firmas investidas, resultando em uma maior inovação, há importantes implicações para a formulação de políticas. Apontam que, na Europa continental, o setor de *venture capital* é muito menos desenvolvido que nos Estados Unidos, no Reino Unido ou em Israel, e o caso da Itália é bem representativo dessa situação. Assim, consideram que a expansão dessa modalidade de financiamentos deveria ser objetivo proeminente da agenda política dos governos europeus.

18 Os estudos mencionados a esse respeito são "Engel 2002; Bottazzi, DaRin, and Hellmann 2008; Colombo and Grilli, forthcoming", cujas referências, conforme já apresentado anteriormente, são, respectivamente, "Engel, D. 2002. The impact of Venture Capital on firm growth: An empirical investigation. Discussion Paper No. 02-02, Centre for European Economic Research (ZEW), Mannheim"; "Bottazzi, L., M. Da Rin, and T. Hellmann. 2008. Who are the active investors? Evidence from Venture Capital. *Journal of Financial Economics* 89: 488–512"; e "Colombo, M.G., and L. Grilli. Forthcoming. On growth drivers of high-tech start-ups: The role of founders' human capital and Venture Capital. *Journal of Business Venturing*".

5. SÃO NECESSÁRIAS AÇÕES DE ESTADO PARA O CAPITAL EMPREENDEDOR?

5.1 Desafios decorrentes da indisponibilidade de capital empreendedor para projetos de menor porte

5.1.1 Dificuldades na realização de investimentos em empresas nascentes em Portugal

Consideramos que, tão importante quanto analisar as experiências bem-sucedidas relacionadas a *venture capital*, seja apreciar os casos de fracasso no financiamento por meio dessa modalidade de recursos a projetos que se mostram inovadores. Para tanto, é oportuno analisar as informações disponibilizadas por Bilau; Couto (2009), que realizaram uma pesquisa junto a 63 empreendedores portugueses que tentaram obter *venture capital* para seus projetos e não foram bem-sucedidos.

Os autores apontam que características associadas a firmas inovadoras como risco elevado e incerto, assimetrias de informação e ausência inicial de ativos tangíveis acarretam dificuldades no acesso a recursos. Este problema é especialmente delicado durante a criação e os estágios iniciais de funcionamento dessas firmas, sendo que essas dificuldades podem ser agravadas caso se trate de iniciativas em países que apresentam uma cultura voltada essencialmente à concessão de financiamentos bancários, os quais são inadequados para firmas inovadoras nascentes. Com efeito, o *venture capital* seria uma alternativa mais adequada, uma vez que o provedor de capital participa inteiramente nas oportunidades e riscos e, em contraste com a atuação bancária, não direciona o foco de sua atenção às garantias, mas à análise aprofundada dos projetos em questão.

Os autores reportam que o mercado de *venture capital* em Portugal seria incipiente, embora em desenvolvimento, sendo que os investidores mostrariam certa relutância em investir tanto na fase de criação de firmas como no período no qual as empresas ainda se encontram em estágios iniciais de desenvolvimento. Desta forma, buscam identificar as razões mencionadas por empreendedores portugueses pelo fracasso na obtenção de recursos de *venture capital* na fase *pré-start-up* de projetos inovadores, assim considerados aqueles que baseiam sua atividade produtiva em uma inovação ou avanço no ambiente

produtivo ou social que resulta em novos produtos, serviços ou processos, baseados na aplicação do conhecimento.¹⁹

Acerca da indústria de *venture capital* em Portugal, Bilau; Couto (2009, p. 2) mencionam que apenas 2% dos recursos investidos em 2005 foram direcionados a *seed capital*, e 11% a *start-ups*. Quanto ao porte da indústria, citam que, em 2005, os fundos de *venture capital* totalizavam € 1,16 bilhão (o que, conforme nossas estimativas, representaria cerca de 0,75% do PIB daquele país²⁰). Ademais, os autores apontam que a pequena relevância dessa indústria naquele país, que sofreu uma expansão apenas a partir de alterações legislativas efetuadas em 2002, pode ser um dos fatores que explicam o fracasso relatado pelos empreendedores. Conforme Bilau; Couto (2009, p. 3), as elevadas taxas de retorno esperadas pelos investidores para aplicação de recursos em *venture capital* podem também explicar esse insucesso.

Quanto à relutância dos investidores em aportar recursos para firmas nascentes, os autores mencionam que essa característica é frequentemente citada na literatura, e citam dados estatísticos da *European Private Equity and Venture Capital Association – EVCA* que apontam que na Europa apenas 26,5% dos recursos de *venture capital* foram investidos em empresas que se encontravam nas fases *seed* e *start-up* e, em Portugal, esse percentual é reduzido à metade.

Além da relativa relutância na realização de investimentos em empresas nascentes, os autores mencionam que a magnitude do investimento é outro fator que pode impedir a concretização da operação. Os negócios de pequena monta podem ser simplesmente ignorados pelos *venture capitalists*, sendo que nos Estados Unidos apenas investimentos superiores a US\$ 1 milhão apresentam interesse à indústria de *venture capital* daquele país²¹.

Por sua vez, um fator de sucesso no desenvolvimento de firmas que pretendem contar com recursos de *venture capital* é a existência de licenças exclusivas ou patentes. Conforme os autores, esses ativos podem ser um importante fator de sucesso para a empresa, e podem até mesmo representar o mais importante recurso de uma *start-up*. Nesse sentido, a literatura indica uma correlação positiva entre a existência de uma patente e a futura expansão do valor da firma. Como consequência, seria também possível que a falta de uma patente possa dificultar o acesso a recursos de *venture capital*.

19 No original em inglês, os autores mencionam que “*innovative firms are considered those that base their productive activity on an innovation or advancement in the productive or social environment that result in new products/services or processes, based on the application of knowledge*” (BILAU; COUTO, 2009, p.2). É oportuno destacar que, ao apresentar esta definição, os autores fazem menção a uma publicação da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), do ano de 2001, a qual, entretanto, não é apresentada nas referências.

20 Utilizamos para essa estimativa o valor de € 154,27 bilhões para o PIB de Portugal em 2005, conforme dados divulgados pela Comissão Europeia em: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database>. Acesso em set.2014.

21 A referência apresentada pelo autores para o estudo em questão é: “Dorf, R.C. and Byers, T. H. (2005). *Technology Ventures: From Idea to Enterprise*. New York: McGraw-Hill.”

Outros aspectos que são mencionados pela literatura como relevantes para a obtenção de recursos da modalidade *venture capital* são a qualidade do plano de negócios apresentado, o currículo do empreendedor e de sua equipe, sendo especialmente valorizadas a experiência na indústria, a experiência gerencial e a obtida em *start-ups*. Por outro lado, a falta de compreensão adequada por parte dos investidores quanto às tecnologias envolvidas no projeto e a ausência de políticas públicas adequadas que estimulem operações por meio de capital de risco são alguns dos fatores que podem inibir a concretização dos investimentos (BILAU; COUTO, 2009, p. 4).

Assim, ao analisar a amostra dos 63 casos de insucesso na obtenção de investimentos, os autores segregaram a amostra conforme os seguintes parâmetros: a) qualidade do plano de negócios; b) existência de patente; e c) quantidade de *venture capital* requerida. Como resultado, os autores destacam que os empreendedores portugueses consideram que uma parte significativa da culpa pelo seu insucesso decorre dos aspectos estruturais do mercado local de *venture capital*. As principais razões citadas, em ordem de importância, para não obter os recursos foram: 1) pequeno mercado dessa indústria em Portugal; 2) existência de limitadas políticas públicas que fornecessem apoio a esse tipo de participação; 3) falta de interesse dos investidores em investimentos na fase *pré-start-up*; 4) desinteresse dos investidores em prover pequenos montantes de capital.

A parcela específica de empreendedores que efetuaram suas propostas mediante planos de negócios mais completos ou que requereram financiamento superior a € 1 milhão apontou como um dos maiores motivos para o insucesso a falta de interesse por investimentos na fase *pré-start-up*. Já para os empreendedores que já contavam com uma patente, a principal causa mencionada foi relacionada ao pequeno mercado de *venture capital* em Portugal.

Um aspecto curioso dos resultados refere-se ao fato de que os empreendedores que deram menor ênfase à elaboração de um plano de negócios de elevada qualidade a ser apresentado aos investidores atribuíram mais importância ao tamanho reduzido do mercado e à insuficiência de políticas públicas como causas do fracasso na obtenção dos recursos.

Por outro lado, tanto para os empreendedores que detêm patentes quanto para aqueles que não as possuem, as duas principais razões mencionadas para o insucesso também são o pequeno mercado da indústria de capital de risco em Portugal, seguido pela menção à existência de políticas públicas limitadas para apoiar as participações em *venture capital*.

Ao concluir, Bilau; Couto (2009, p. 9) mencionam que os resultados servem como um alerta aos formuladores de política em Portugal, no sentido de serem mais agressivos em relação às políticas públicas que podem conferir suporte à indústria local de *venture capital*, bem como apontam aos investidores a direcionarem maior atenção a

investimentos nas fases *pré-start-up*, e a não subestimarem as propostas relacionadas a montantes financeiros mais reduzidos nas participações.

5.1.2 A atratividade do *private equity* em relação ao *venture capital* – o caso da Índia

Observa-se uma interessante menção quanto ao cenário da indústria de capital de risco da Índia em 2005. Trata-se do grande desenvolvimento na modalidade *private equity* frente ao reduzido relevo do segmento *venture capital*.

É importante ressaltar que esta característica pode existir em diversas outras economias, inclusive no Brasil. Enfim, reporta-se que, enquanto o setor de *private equity* está em franca expansão, o segmento de *venture capital* seria pouco relevante. O artigo aponta que o montante destinado a *venture capital* na Índia em 2005 representaria apenas cerca de 10% do total relativo aos capitais de risco, sendo que 90% seriam direcionados à modalidade *private equity*. O motivo para essa tendência estaria relacionado a questões de risco, retorno e economia de escala, sendo destacado que o direcionamento de capitais para empresas em operação poderia propiciar inclusive operações de fusões e aquisições (ASIAMONEY, 2005, p. 1).

Nesse sentido, o aporte de recursos para a criação de empresas não geraria retornos financeiros comparáveis aos que seriam obtidos caso os investimentos fossem direcionados a empreendimentos já em operação, mas que, por meio desses aportes, poderiam multiplicar seu crescimento e seus lucros inclusive por meio de aquisições internacionais de outras companhias.

O artigo menciona ainda que a maturação dos investimentos em *venture capital* ocorreria em um prazo entre cinco a dez anos, ao passo que, na modalidade *private equity*, esse período seria de apenas três a cinco anos. Além do aspecto relacionado ao prazo, o risco intrínseco aos investimentos em *venture capital* seria mais expressivo, muito embora não sejam observados retornos financeiros compensatórios mais elevados em relação aos obtidos por meio de *private equity*.

Aspectos adicionais sobre a indústria apontados pelo artigo referem-se aos efeitos da forma de remuneração dos fundos de capital de risco, na qual os gestores recebem taxas de administração que dependem diretamente da magnitude dos recursos administrados, e à atenção necessária ao acompanhamento dos investimentos efetuados. À época, um típico fundo de *private equity* na Índia seria cerca de cinco vezes maior que um fundo de *venture capital* típico, tornando essa última modalidade menos atrativa para os gestores. Não obstante, os fundos de *venture capital* demandariam uma atenção substancialmente maior do gestor em relação à necessária para a administração de um fundo de *private equity*.

Assim, esses seriam alguns dos argumentos que explicariam o panorama da indústria de capital de risco na Índia em 2005. Não obstante, o artigo destaca, ao mesmo tempo, que investimentos em *venture capital* no presente seriam cruciais para o desenvolvimento, no longo prazo, da indústria de capital de risco na Índia. Afinal, as empresas viabilizadas por *venture capital* passariam a ser, em um horizonte de cinco anos, as receptoras de novos investimentos em *private equity*, permitindo assim a sustentabilidade do setor.

5.2 Iniciativas no exterior voltadas ao desenvolvimento da indústria de capital empreendedor

O desenvolvimento de novos negócios inovadores é aspecto crucial para o desenvolvimento de uma economia. Assim, é oportuno observar as experiências e iniciativas voltadas ao desenvolvimento da indústria de capital empreendedor como fator de incentivo à inovação e ao empreendedorismo. Em especial, é necessário observar não apenas os casos de sucesso como as iniciativas inapropriadas que têm sido destacadas na literatura.

De acordo com Lerner (2010)²², os grandes polos de empreendedorismo, como os localizados no Vale do Silício (EUA), em Singapura e em Tel Aviv (Israel), apresentam marcada atuação governamental em investimentos, muito embora exista, para cada caso de sucesso, um grande número de investimentos malsucedidos que representam bilhões de dólares despendidos à custa do erário. Essa característica leva a questionamentos relevantes, como os referentes aos motivos de sucesso e de fracasso nas atuações governamentais na área, bem como sobre o próprio mérito em se efetuar o direcionamento de recursos governamentais para essa finalidade, especialmente pelos objetivos marcadamente públicos de direcionamento de recursos às áreas de educação, saúde e segurança nacional.

Contudo, de acordo com o autor, pode ser enganosa a concepção de compreender a relevância da destinação de recursos governamentais para a expansão do empreendedorismo como sendo um objetivo menor, diante da magnitude das mudanças que podem ocorrer caso os programas sejam bem elaborados.

Acerca do tema, Lerner (2010) aponta que, a partir da década de 50 do século XX, tanto economistas como formuladores de políticas têm documentado a relação existente entre inovação e expansão da prosperidade econômica, relação essa que tem sido inclusive reconhecida por muitos governos, que consideram que, efetivamente, a inovação é crítica para o desenvolvimento econômico. O autor inclusive destaca que, na União

22 Josh Lerner, professor da Harvard Business School, agraciado em 2010 com o Global Award for Entrepreneurship Research.

Europeia, a expansão dos investimentos em pesquisa é um objetivo central estipulado para os próximos anos.

Ademais, Lerner (2010) ressalta que a pesquisa acadêmica tem destacado o papel do empreendedorismo e do capital empreendedor no estímulo à inovação, sendo que um dos poucos aspectos no qual os pesquisadores têm obtido consenso refere-se ao papel crítico desempenhado pelas novas empresas em muitos setores, havendo evidências de que os empreendedores e as pequenas empresas desempenham um papel central na verificação da forma pela qual novas tecnologias podem satisfazer as demandas dos consumidores, introduzindo rapidamente novos produtos à economia.

Nesse contexto, o autor menciona que estudos apontam que um dólar oriundo de capital empreendedor geraria tanta inovação quanto três dólares investidos em pesquisa e desenvolvimento corporativo tradicional. Por outro lado, destaca também que o capital empreendedor e os empreendedores por si só nunca suplantarão outras importantes fontes de inovação, como universidades vibrantes e laboratórios corporativos de pesquisas, muito embora um empreendedorismo saudável e uma forte indústria de capital empreendedor contribuam substancialmente para a inovação.

Assim, uma das grandes questões a serem analisadas se referem ao papel que o governo pode desempenhar na efetiva promoção do empreendedorismo e do capital empreendedor. Para ser analisada, deve ser primeiramente observado que é mais simples iniciar uma *start-up* se há vários outros empreendedores nas redondezas. De acordo com Lerner (2010), a existência de diversos empreendedores ativos provavelmente denotará a existência de outros agentes como investidores, intermediários diversos como advogados especializados no ramo e outros provedores de informações, mão de obra adequada e demais facilidades, de maneira que, inclusive, aspectos como estratégias para estruturação de operações e mecanismos de saída de investidores após a maturação dos empreendimentos poderão ser razoavelmente conhecidos. Com efeito, as atividades de empreendedores e de investidores geram externalidades positivas, de maneira que é importante que o governo atue como catalisador para a formação desses polos.

Lerner (2010) destaca numerosos exemplos de intervenção governamental que contribuiriam para o desenvolvimento da indústria de capital de risco. Como exemplo, menciona o caso da *Small Business Investment Company (SBIC)*, que nos EUA levou à formação da maior parte da estrutura utilizada pela moderna indústria de capital empreendedor, uma vez que muitos dos fundos de *venture capital* e os principais intermediários relacionados à atividade surgiram como organizações orientadas aos fundos da SBIC, e apenas gradualmente mudaram seu foco para os investidores privados. De forma similar, em outros países do mundo foram os programas públicos que desempenharam, em virtualmente cada um dos mercados principais de *venture capital* ao redor do globo, um importante papel ao propiciar o explosivo crescimento desse setor.

Não obstante, o autor também pondera que há razões para cautela quanto à eficácia das intervenções públicas no setor, uma vez que há dois problemas bem documentados que podem desvirtuar os programas governamentais. O primeiro problema refere-se à alocação de fundos ou suporte de forma inepta ou contraproducente. O segundo problema é delineado pelos economistas na teoria da “captura regulatória”, que sugere que entidades públicas e privadas se organizarão para capturar de forma direta ou indireta os subsídios concedidos pelo governo. Assim, ao invés de contribuir para o florescimento do empreendedorismo, os subsídios podem acabar, na verdade, sendo direcionados a apadrinhados políticos, havendo inúmeros casos de iniciativas governamentais que foram efetivamente sabotados dessa maneira.

Lerner (2010, p. 259) apresenta inclusive alguns exemplos dos dois tipos de problema acima mencionados:

- No afã de colocar em funcionamento o programa *Small Business Investment Company* no início da década de 1960, a *US Small Business Administration* registrou – e financiou – centenas de fundos cujos administradores eram incompetentes ou desonestos;
- As incubadoras de empresas que participaram no programa *Building on Information Technology Strengths* (BITS) de 1999 na Austrália frequentemente capturavam a maior parte dos subsídios direcionados aos empreendedores uma vez que impunham às firmas jovens seus serviços a preços desproporcionalmente elevados;
- A Malásia criou em 2005 o imponente complexo *BioValley* mediante insuficiente planejamento sobre qual seria a demanda para a instalação. Essa instalação logo passou a ser chamada de *Valley of the Bio-Ghosts* (“Vale dos Bio-fantasmas”).
- Os governos trabalhista e conservador do Reino Unido subsidiaram e concederam na década de 1980 direitos exclusivos para a firma de biotecnologia *Celltech*, cuja administração era manifestamente incapaz de explorar tais recursos;
- A Noruega desperdiçou grande parte da sua riqueza proveniente do petróleo nas décadas de 1970 e 1980 apoiando empreendimentos inviáveis e financiando novos negócios mal concebidos conduzidos por parentes de parlamentares e burocratas.²³

Por outro lado, o autor apresenta dois casos bastante ilustrativos de sucesso que ocorreram em Israel e na Nova Zelândia. No caso de Israel, trata-se da *Yozma Venture Capital Ltd.*, um fundo público de US\$ 100 milhões criado em 1992, época na qual havia um único fundo privado de *venture capital* em atividade no país. Apesar de o país contar com empreendedores em potencial e com engenheiros bem treinados trabalhando com tecnologias promissoras, havia a relutância desses profissionais em oferecer quotas de suas sociedades

23 Tradução livre de Lerner (2010, p. 259).

para terceiros desconhecidos e em negociar com os investidores de risco em face de experiências anteriores negativas com esse tipo de financiador. Dessa forma, os empreendedores optavam por buscar financiamentos junto ao sistema bancário, o qual raramente fornecia capital para empreendimentos nascentes de alto risco. Ademais, levantou-se que 60% dos empreendedores locais haviam sido, em programas anteriores, bem-sucedidos em atingir os objetivos tecnológicos estipulados, mas mesmo assim fracassaram devido à sua incapacidade em negociar seus produtos ou em levantar capital adicional para efetuar aprimoramentos adicionais. Desta forma, a avaliação feita à época era no sentido de ser crucial a participação de *expertise* estrangeira para superar esses problemas.

Desta forma, a Yozma desencorajou financiadores locais a participarem de suas atividades, e buscou a participação de financiadores estrangeiros para fornecimento de capital aos empreendedores locais. Esse aspecto é, a propósito, consistente com a noção de que os gestores de investimentos em *venture capital* empregam métodos sofisticados de governança e monitoramento das empresas investidas, usualmente influenciando suas decisões estratégicas e mesmo participando de sua gestão, conforme já apontamos anteriormente neste texto.

A atuação do governo foi no sentido de ingressar apenas com uma parte dos recursos necessários aos investimentos, sendo o restante fornecido pelos investidores estrangeiros. Entretanto, esses investidores privados poderiam recomprar, dentro de cinco anos, essa participação governamental por meio de uma taxa de juros pré-definida que era estipulada entre 5% a 7% ao ano²⁴. Desta forma, conferia-se um grande incentivo à participação privada, uma vez que, em caso de sucesso, o valor econômico da parcela governamental poderia apresentar uma valorização substancialmente superior aos juros estipulados.

Adicionalmente, a partir do histórico de experiências anteriores malsucedidas nas quais haviam sido estipulados complexos procedimentos de inscrição e de acompanhamento, a administração do novo programa foi deliberadamente tornada simples. Ademais, o projeto adotou uma estrutura legal para os fundos na qual os investidores estrangeiros estariam familiarizados, inclusive com a utilização de *limited partnerships* modeladas conforme o padrão usual empregado nos Estados Unidos.

Além dessas características, foi adotada, apesar das resistências do Tesouro de Israel, a política de tributação dos empreendimentos sob a modalidade *flow-through*. Em essência, sob essa sistemática o faturamento e os lucros não são tributados nas empresas investidas (ou seja, a tributação “passa através” dessas companhias), mas apenas no momento em que esses resultados são transferidos para os investidores e sócios.

24 Consideramos que se trata de uma taxa ao ano, embora o texto original não seja claro se se trata de uma taxa anual ou estipulada para todo o período do empreendimento.

Como resultado, Lerner (2010, p. 260) destaca que o programa superou todas as expectativas, ressaltando que “*the Yozma program delivered beyond the wildest dreams of the founders*”. Cerca de dez grupos internacionais, majoritariamente dos Estados Unidos, Europa ocidental e Japão participaram da iniciativa. Muitos dos fundos obtiveram retornos extraordinários, e serviram como precursores para outros fundos entrarem em atividade no país. Muitos dos sócios locais recrutados pelos fundos estrangeiros estabeleceram suas próprias empresas, que obtiveram facilmente novos financiadores pelo histórico de sucesso. Uma década após o início do programa, os dez fundos originais da Yozma já administravam US\$ 2,9 bilhões, e a indústria de *venture capital* em Israel passou a incluir 60 grupos que administravam US\$ 10 bilhões. Em muitas análises, Tel Aviv ultrapassou Boston como a área urbana com a maior atividade em *venture capital*, depois de San Francisco.

Já o caso da Nova Zelândia, também apresentado por Lerner (2010), é mais recente e menos conclusivo, e refere-se ao New Zealand Venture Investment Fund – NZVIF. Conforme o autor, em 1999 o governo local decidiu adotar medidas em decorrência das preocupações quanto ao perfil da economia do país, que dependia substancialmente da produção e exportação de *commodities*, e apresentava uma fraca indústria baseada em conhecimento (*knowledge-based industry*), de maneira que havia uma contínua queda do padrão de vida da população em relação àquela existente nos países desenvolvidos. Foi decidido que uma questão crítica referia-se ao estímulo à inovação, e para esse objetivo o incentivo ao capital empreendedor apresentaria uma importância central nas ações a serem adotadas.

O modelo utilizado foi o da construção de um fundo que aplicaria seus recursos em outros fundos os quais, por sua vez, investiriam em empresas em estágios iniciais de desenvolvimento. O NZVIF é formado por quotas que podem ser adquiridas por investidores privados, sendo que, no que se refere à governança corporativa, os direitos – inclusive os direitos de votos – dos investidores públicos e privados são os mesmos, salvo por uma vantagem conferida aos investidores privados os quais, ao final do 5º ano do funcionamento do fundo, poderiam recomprar as quotas detidas pelo governo pelo preço inicial acrescido de juros. Assim, havia um grande incentivo a esses investidores uma vez que, em caso de sucesso, poderiam obter todo o ganho que suplantasse a taxa de juros estipulada.

A decisão de investimento pelo NZVIF em um determinado fundo é efetuada após um extenso processo de seleção e de avaliação de conformidades. A avaliação inicial é efetuada pelo próprio corpo técnico do fundo, seguido por uma avaliação de um especialista em *private equity* independente. Uma metodologia padrão é empregada para comparar todas as aplicações pretendidas e, em muitos casos, o corpo técnico do NZVIF atua ativamente junto aos fundos inscritos para tornar suas propostas adequadas e atrativas, auxiliando, por exemplo, na identificação de profissionais que poderiam

contribuir com sua experiência para o sucesso do empreendimento. Após essa fase, a diretoria do NZVIF seleciona as propostas vencedoras, e se inicia a fase de investimentos do fundo vencedor, que é acompanhada por meio de relatórios periódicos. De acordo com Lerner (2010), trata-se de uma iniciativa bastante promissora, embora ainda recente à época em que seu estudo foi redigido.

Apresentados esses casos específicos, o autor apresenta ações e atitudes que considera necessárias para serem adotadas por parte dos governos para o sucesso da atuação pública ao incentivo do capital de risco, como por exemplo:

- **Verificar a existência de outras barreiras ao empreendedorismo além da insuficiência de recursos financeiros, e equacionar esses problemas.** Os empreendedores são largamente influenciados pela existência de outros agentes, como engenheiros capazes e dispostos a trabalhar mediante baixa remuneração fixa e elevada remuneração de risco (por meio de ações ou opções de ações, por exemplo), advogados e outros profissionais especializados bem como consumidores dispostos a adquirir produtos de empresas nascentes. Em muitos casos, os recursos públicos são destinados a programas voltados ao estímulo ao capital empreendedor e ao empreendedorismo sem a verificação de outras barreiras relevantes para o sucesso da iniciativa. Assim, todas essas outras questões devem ser equacionadas, e não apenas as decorrentes das dificuldades no acesso a recursos financeiros.
- **Permitir que o setor privado direcione a área na qual os investimentos serão realizados.** Uma característica essencial refere-se à utilização combinada de recursos públicos e privados como mecanismo de direcionamento para a alocação dos investimentos. Ademais, uma parcela substancial de recursos deve ser originária de fontes privadas, e a atuação não deve ser efetuada de maneira a criar uma competição com fundos de *venture capital* já existentes ou meramente financiar empresas de segunda linha que não conseguem acesso a capital privado. Para encorajar *seed companies* ou grupos empresariais, deve haver o entendimento de que extensa colaboração pode ser necessária antes que essas empresas estejam aptas a receber recursos dos programas criados, que devem atuar em estreita colaboração com outras organizações de forma a refinar estratégias, verificar a necessidade de recrutar parceiros mesmo em outras regiões e identificar possíveis investidores.
- **Evitar regulação excessiva, que retire a liberdade dos investidores.** Em muitos casos, o governo restringe a atuação dos empreendedores ao, por exemplo, estipular locais onde os empreendimentos podem ocorrer ou definindo restrições sobre as negociações de ações ou sobre os valores mobiliários utilizados. Essas restrições adicionais deveriam ser as menores possíveis.
- **Expandir a ciência e pesquisa acadêmicas.** Lerner (2010, p. 262) menciona que:

Uma particular precondição ao empreendedorismo merece especial atenção: em muitas regiões do globo há um descompasso entre o reduzido nível de atividade empreendedora e o financiamento por meio de venture capital, de um lado, e uma forte base envolvida em ciência e pesquisa, de outro. Nesse caso, o papel dos escritórios de transferência de tecnologia é absolutamente crítico. Os escritórios mais eficientes não apenas licenciam tecnologias, mas também educam empreendedores nascentes da academia e os colocam em contato com investidores de risco. Desenvolver competências dos escritórios de transferência de tecnologia locais e treinar tanto empreendedores acadêmicos como o corpo funcional desses escritórios em relação ao processo de criação de novas firmas é essencial. Com muita frequência, os escritórios de transferência de tecnologia são incentivados a maximizar retornos de curto prazo derivados das transferências de tecnologia. Esse aspecto acarreta uma ênfase em transações com empresas bem estabelecidas que podem efetuar pagamentos iniciais substanciais, muito embora o licenciamento de novas tecnologias para start-ups possa gerar retornos expressivos no longo prazo tanto para a instituição como para a região como um todo. É importante que os formuladores de política analisem seriamente a forma como a transferência de tecnologia é efetuada, bem como os incentivos oferecidos e suas consequências.²⁵

No Brasil, os núcleos de inovação tecnológica das universidades brasileiras realizam transferência de tecnologia²⁶, de maneira que as recomendações a respeito da atuação desses núcleos, especialmente no que se refere à viabilização das transferências de tecnologia para *start-ups* e da capacitação de seu pessoal, como apontado por Lerner (2010), podem ser uma ação importante para a expansão da relevância do capital empreendedor junto aos empreendedores da academia.

- **Respeitar a necessidade de investidores estrangeiros atuarem em conformidade a padrões internacionais.** Essencialmente, os formuladores de políticas devem conhecer e tentar permitir modelos de transações que sejam reconhecidos como melhores práticas internacionais.
- **Reconhecer o longo prazo necessário para a maturação das iniciativas públicas voltadas à expansão do capital de risco.** A construção de um ambiente com forte utilização de capital empreendedor e com relevante empreendedorismo é uma iniciativa de longo prazo. Por vezes, a impaciência do setor público em verificar

25 Tradução livre de Lerner (2010, p. 262).

26 Conforme apontam, por exemplo, Castro; Souza (2012).

resultados positivos para os programas criados pode resultar em um abandono precoce de iniciativas promissoras.

- **Evitar iniciativas excessivamente reduzidas ou grandiosas.** Encontrar a magnitude adequada das iniciativas públicas é uma tarefa complexa à qual os governos devem direcionar atenção. Enquanto iniciativas muito reduzidas podem trazer resultados irrelevantes, programas excessivamente grandiosos podem distorcer os mercados locais. Nesse sentido, um desequilíbrio entre recursos financeiros demasiadamente disponíveis em um ambiente com limitadas oportunidades de negócio pode ser desastroso. Assim, o autor aponta o caso referente ao *Canadian Labor Fund Program*, o qual teria provido suporte a grupos incompetentes que pouco fizeram para o empreendedorismo, mas que deslocaram os legítimos investidores locais, prejudicando-os.
- **Compreender a importância das conexões globais.** Empreendedorismo e capital de risco emergem atualmente como forças globais. Os líderes dos governos devem ter em mente que, por mais que queiram encorajar a atividade em seus respectivos países, as empresas, para serem bem-sucedidas, devem ter presença internacional. Assim, esforços efetuados no sentido de estipular apenas produção ou contratação de mão de obra local são contraproducentes. Adicionalmente, investidores globais devem ser envolvidos nas iniciativas, uma vez que as empresas locais podem se beneficiar das relações com fundos estabelecidos no exterior, e os representantes locais de fundos internacionais podem, com o tempo, ganhar credibilidade para efetuar suas próprias captações de recursos. Não obstante, o autor também aponta que, quando fundos públicos subsidiarem a atuação de empreendedores e grupos estrangeiros, deve ser obtido um compromisso no sentido de que o pessoal recrutado resida localmente, e que os parceiros internacionais estejam envolvidos com o gerenciamento das atividades locais.
- **Avaliar de forma institucionalizada e objetiva as iniciativas em curso.** Muitas vezes, o esforço para desenvolver o empreendedorismo não é acompanhado da elaboração de critérios de avaliação dos programas estabelecidos. O autor destaca que o sucesso das iniciativas deve ser avaliado pela consecução de metas, e não por outras considerações, como a veemência com a qual os interessados argumentam no sentido da necessidade da continuação do suporte. Assim, a construção de formas de avaliação dos programas auxiliará a tomada de decisão quanto à manutenção ou descontinuidade dos apoios.
- **Compreender que os programas devem ser flexíveis e criativos.** Essa questão está associada ao problema anteriormente abordado referente à *captura* de recursos desses programas. As nações mais bem-sucedidas em estimular o capital de risco e o empreendedorismo tem mostrado disposição em encerrar programas

malsucedidos, e iniciar outros com novas características. Muitas vezes, essas nações até mesmo encerram programas *excessivamente* bem-sucedidos, uma vez que, nesse caso, há um indicativo de que o apoio público não é mais essencial. Ademais, as regras dos programas existentes devem evoluir, ainda que essa evolução tenha como consequência a saída do programa de importantes classes de participantes. É essencial que a ação do Estado não seja influenciada pelos grupos de interesse então constituídos. Nesse sentido, Lerner (2010) aponta que o próprio governo, se deseja criar empreendedorismo, deve mostrar características empreendedoras na condução de seus programas.

- **Compreender que conflitos de interesse (*agency problems*) são universais, e adotar medidas para minimizar os riscos a eles associados.** Problemas que levam ao desvirtuamento de programas públicos, como os associados à questão da *captura*, tornam crucial a elaboração de iniciativas claramente definidas, as quais devem ser continuamente observadas. Deve ser criada uma barreira (*firewall*) entre os governantes e os administradores dos programas, bem como deve haver uma avaliação criteriosa do desempenho da iniciativa.
- **Divulgar informações adequadas em ao menos três vertentes:** na primeira, deve ser apresentado aos agentes externos o potencial do mercado em questão, uma vez que a falta de conhecimento é uma barreira crítica para a decisão por realizar investimentos de risco. Um importante papel que o governo pode desempenhar é reunir e divulgar toda a informação necessária, ou encorajar, ainda que mediante financiamento, que esse trabalho seja feito. Dentre as informações a serem divulgadas, incluem-se dados locais sobre empreendedorismo, a indústria de capital de risco, os principais agentes que atuam no setor, os centros de inovação existentes, e diversos outros dados que possam ser relevantes para os interessados. Na segunda vertente, devem ser divulgadas informações aos empreendedores locais sobre as expectativas dos investidores, de potenciais parceiros estratégicos e de bancos de investimento, uma vez que os empreendedores locais podem ter um alto nível de confiança sobre sua própria atuação, mas pouco conhecimento sobre o mercado de capital empreendedor. Na terceira vertente, os próprios integrantes do setor público devem ser adequadamente informados sobre os desafios referentes ao processo de expansão do empreendedorismo e da indústria de capital empreendedor local. A esse respeito, Lerner (2010) ressalta que os formuladores de políticas têm incorrido em custosos erros em decorrência da falta de entendimento adequado sobre como esses mercados realmente funcionam.

5.3 Diretrizes da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE para políticas de estímulo ao capital empreendedor

Consideramos oportuno apresentar o relatório apresentado pela OCDE, o qual traz informações relevantes sobre a formulação de políticas para fomentar o capital empreendedor. A OCDE destaca que o relatório ressalta *as tendências recentes de mercado, as políticas efetivas e as recomendações que podem servir como um guia para reformas regulatórias no âmbito dos países* (OCDE, 2004, p. 2)²⁷ para a expansão do capital empreendedor.

Trata-se de um estudo conduzido a partir de avaliações efetuadas a respeito do capital empreendedor, avaliando as tendências de mercado recentes e o ambiente regulatório em países selecionados da OCDE como parte do projeto sobre políticas microeconômicas para o crescimento e a produtividade. Foram avaliadas cinco áreas regulatórias com potencial de propiciar a elevação da oferta de *venture capital*, quais sejam: regulação sobre investimentos, tributação, programas voltados a fundos públicos de investimento em participações, redes de investidores-anjo e mercados de acesso a bolsas de valores. Os países-membros avaliados incluem: Canadá, Dinamarca, Israel, Coreia, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Reino Unido e Estados Unidos.

Consideramos oportuno, inclusive, reproduzir as seguintes informações da OCDE (2004):

O OECD Growth Project recomenda a expansão do acesso a financiamentos de alto risco para estimular a criação de empresas e o empreendedorismo, que é um dos principais motores de crescimento e da produtividade (OCDE, 2001). Entretanto, os países têm obtido um nível desigual de sucesso em canalizar fundos, especialmente venture capital, para empresas em estágios iniciais de desenvolvimento em setores de elevado crescimento. Sob a ótica da oferta, essa constatação pode ser devida por falta de fundos, por atitudes de aversão ao risco, ou pela inexistência de uma cultura de investimento em participações de empresas. Sob a ótica da demanda, pode existir um número insuficiente de empreendedores ou de pequenas empresas que estejam aptas a receberem investimentos. Os países necessitam primeiramente determinar onde há um descompasso entre oferta e demanda de financiamentos, e verificar todos os fatores relacionados à oferta e à demanda que possam contribuir para a existência de falhas de mercado em termos de acesso a venture capital.

²⁷ Tradução livre de OCDE, (2004, p. 2).

Os Estados Unidos da América têm o mais antigo e um dos mais extensos mercados de venture capital na OCDE. Não apenas os EUA têm uma cultura empresarial e de assunção de riscos, como as pequenas firmas tem se beneficiado de uma oferta contínua de venture capital provida por business angels, fundos privados e programas públicos de investimento em participações. Entretanto, o fornecimento de venture capital nos EUA, assim como na maior parte dos países da OCDE, tem sofrido as consequências do recente retrocesso global nos mercados financeiros e de tecnologia. Os EUA e os outros países da OCDE devem reavaliar e redirecionar as iniciativas governamentais relacionadas ao venture capital para assegurar sua contínua contribuição à medida que as condições de mercado se alterem. Ademais, como o mercado tem se tornado mais global, os países devem aprimorar seus laços com o fluxo internacional de venture capital, os quais são fontes tanto de financiamento como de expertise.

A avaliação por pares efetuada em relação a dez países da OCDE tem fornecido diversos insights relacionados a abordagens efetivas de políticas para a área de venture capital, embora essas políticas devam ser ajustadas para contextos específicos das economias e finanças de cada país. As políticas voltadas ao empreendedorismo, as quais são complementares às iniciativas voltadas ao venture capital, são essenciais para assegurar suficiente demanda para financiamentos. As restrições enfrentadas por empresas jovens com grande potencial de crescimento poderiam ser diferentes daquelas observadas por pequenas empresas em geral. Uma estrutura de suporte mais ampla deve ter por objetivo assegurar que pequenas e inovadoras firmas tenham acesso a programas de desenvolvimento tecnológico e de transferência de tecnologia, a mão de obra altamente especializada e a mercados internacionais.

Do ponto de vista da oferta, há um grande conjunto de ações políticas que podem expandir o acesso a venture capital a pequenas firmas empreendedoras. A flexibilização de restrições quantitativas incidentes sobre investidores institucionais (por exemplo, fundos de pensão) pode diversificar as fontes de venture capital. A redução da tributação sobre ganhos de capital pode estimular a oferta de empreendedores e de investidores em venture capital. Programas governamentais de investimentos em participações podem auxiliar a alavancar fontes privadas de venture capital. A construção de pontes entre redes de business angels e outras iniciativas voltadas a pequenas firmas como incubadoras de tecnologia pode aprimorar o fluxo de recursos. Ademais, estratégias de saída

de pequenas firmas podem ser propiciadas por meio do incentivo a mercados de acesso à bolsa de valores (OCDE, 2004, p. 4-5).

Quadro 1 Recomendações para políticas ao *Venture Capital*

Regulação sobre investimentos

- » Flexibilizar restrições quantitativas incidentes sobre investidores institucionais de forma a diversificar fontes de venture capital;
- » Apoiar o desenvolvimento de uma cultura voltada ao private equity entre o corpo gerencial de investidores institucionais;
- » Facilitar a criação de veículos alternativos de captação de investimentos, como fundos de fundos;
- » Aprimorar os padrões de contabilidade;
- » Remover barreiras ao recebimento de recursos externos de venture capital.

Tributação

- » Reduzir a complexidade das regras tributárias incidentes sobre capitais oriundos de diferentes fontes e tipos de investimentos;
- » Reduzir as elevadas alíquotas tributárias incidentes sobre ganhos de capital e sobre o patrimônio as quais podem inibir empreendedores e investimentos em venture capital;
- » Avaliar os incentivos tributários direcionados a investimentos em venture capital e considerar a retirada gradual daqueles que não atendem às avaliações custo-benefício.

Programas voltados a investimento em participações

- » Utilizar fundos públicos de investimento em participações para alavancar os financiamentos privados;
- » Orientar programas públicos de financiamento para onde há lacunas, como por exemplo nas start-ups;
- » Utilizar administradores privados em fundos públicos e híbridos;
- » Consolidar fundos de investimento em participações regionais e locais ou utilizar programas alternativos de apoio;
- » Direcionar financiamentos de risco para clusters de empreendimentos baseados em conhecimento, universidades, serviços de apoio, etc.
- » Avaliar fundos públicos de investimento em participações e retirá-los gradualmente à medida que amadurecer o mercado privado desses investimentos.

Redes de investidores-anjo

- » Conectar redes de investidores-anjo locais e regionais entre si e com iniciativas de âmbito nacional;
- » Assegurar a existência de vínculos entre redes de investidores-anjo e incubadoras de tecnologia, pesquisas públicas, etc.
- » Prover serviços de apoio complementares que estimulem as pequenas empresas a se tornarem aptas a receberem investimentos e aumentem a demanda a esses investimentos.

Mercados de acesso a bolsas de valores

- » Estimular menos fragmentação dos mercados de acesso a bolsas de valores por meio de fusões, por exemplo, em nível nórdico ou europeu;
- » Aprimorar alternativas de saída de investimentos como por meio de fusões e aquisições.

Fonte: OCDE (2004, p. 5).

O relatório da OCDE (2004) também apresenta as seguintes tendências principais referentes ao *venture capital* nos países integrantes dessa organização:

- a) **A proporção do *venture capital* em relação ao PIB, bem como o direcionamento de recursos para *start-ups*, varia significativamente entre os países da OCDE.** O relatório aponta que as empresas financiadas por *venture capital* tiveram um papel primordial na condução de atividades econômicas inovadoras durante a década de 90. Os Estados Unidos, junto com Israel, apresentaram marcante sucesso na atração de *venture capital*. No período entre 1999 e 2002, Israel direcionou cerca de 0,36% do PIB a empresas em estágios iniciais de desenvolvimento por meio de *venture capital*, ao passo que, nos Estados Unidos e no Canadá, esse número foi da ordem de 0,15% e 0,18% do PIB, e na Coreia do Sul e na Suécia o índice foi próximo a 0,11% e 0,10% do PIB, respectivamente. O relatório destaca que o número de investidores em *venture capital* que detêm expertise técnica e financeira é limitado em muitas economias, e alguns países, como Canadá, Suécia e Israel, suprem essa lacuna atraindo investidores do exterior. De toda forma, o relatório também aponta que a expansão da oferta de recursos de *venture capital* é uma condição necessária, mas não suficiente, para a elevação do número de *start-ups* e de pequenas firmas. Os EUA, por exemplo, exibem qualidades que favorecem o empreendedorismo e a demanda por *venture capital*. Além de uma cultura empreendedora e de uma comunidade formada de investidores de risco, a existência de leis que tratem de forma adequada questões como insolvência e disponibilidade de saída de investimentos por meio de mercados secundários de ações são aspectos importantes para o sucesso.
- b) **Alguns países são mais bem-sucedidos que outros em direcionar *venture capital* para setores intensivos em tecnologia.** Para o período 1999-2002, o maior índice foi o de Israel, que direcionou cerca de 0,6% do PIB, seguido por Estados Unidos (0,4%), Canadá (0,3%) e Suécia (0,27%).

- c) **Em todos os países, os investimentos em venture capital tendem a estar concentrados em *clusters*.** As atividades relacionadas ao *venture capital* são altamente concentradas e localizadas geograficamente em áreas com elevada atividade econômica. Essas regiões tendem a apresentar disponibilidade de capital humano especializado, de serviços técnicos e legais, de universidades e centros de pesquisa, bem como de fontes especializadas provedoras de financiamento para o setor de tecnologia. Essa infraestrutura de suporte é importante para a redução de custos de transação relativos ao surgimento de novas *start-ups* e para o financiamento de novas firmas. O relatório aponta que há dúvidas se programas governamentais podem direcionar investimentos em *venture capital* uniformemente em uma região, ante as economias de escala envolvidas. Afinal, as pequenas firmas necessitam de uma infraestrutura de suporte e de um conjunto de serviços complementares, e não apenas de financiamento.
- d) **Os países diferem significativamente em relação às fontes de recursos dos fundos de *venture capital*.** O relatório apresenta números da participação de investidores institucionais como fundos de pensão, bancos e companhias seguradoras. Nos EUA, Reino Unido e Suécia, a participação de fundos de pensão é de cerca de 42%, 32% e 27%, respectivamente, ao passo que as companhias seguradoras e os bancos respondem por algo em torno de 21% a 24% dos recursos direcionados a *venture capital* nesses países. Entretanto, na Itália e na Áustria, por exemplo, a parcela de recursos oriundos de bancos e seguradoras é muito mais expressiva, em torno de 57% na Itália, e de 61% na Áustria, sendo que, nesses dois países, a participação de recursos de fundos de pensão é muito reduzida, representando menos que 3,4% das fontes de recursos. O relatório destaca que os fundos de pensão e as seguradoras detêm uma larga parcela da poupança nacional e podem trabalhar com horizontes de investimento mais longos em relação ao empregado por outros grupos de investidores. Não obstante, as restrições regulatórias e uma atitude conservadora em relação ao risco fazem com que os fundos de pensão e as seguradoras desempenhem um papel menor nos investimentos em *venture capital* em muitos países da OCDE. Por outro lado, nos países em que os sistemas financeiros são baseados sobretudo no sistema bancário, como é o caso da Alemanha, Itália e Áustria, cerca de 50% dos recursos empregados em *venture capital* foram provenientes das instituições bancárias, muito embora a estrutura de ativos e passivos dessas instituições não seja tão compatível com a realização de

investimentos de longo prazo em *private equity*, os quais são, em geral, conduzidos por subsidiárias especializadas. Enfim, o relatório destaca que um maior envolvimento de investidores institucionais é esperado assim que o mercado de *venture capital* se desenvolva nesses países. O relatório também destaca que *business angels*, que são indivíduos que investem diretamente em pequenas firmas, desempenham um importante papel no financiamento de novos empreendimentos, embora existam poucos dados disponíveis acerca de sua contribuição financeira. Esses investidores informais podem ser encarados como alternativas ou, ainda, como precursores dos mercados formais de *venture capital*. Em alguns países, como nos EUA, considera-se que os *business angels* tenham uma importante atuação. Já no Japão, Coreia do Sul, Noruega e Suécia, as *corporações* contribuem com uma expressiva parcela de recursos para investimentos com *venture capital*, o que é compatível com sua influência na atividade econômica e nos investimentos em pesquisa e desenvolvimento. O *corporate venturing* pode assumir várias modalidades, como financeira, gerencial ou técnica. Entretanto, o estabelecimento de parcerias estratégicas de sucesso entre pequenas e grandes empresas é geralmente difícil. Ademais, os fundos levantados tanto de corporações como de indivíduos tendem a ser cíclicos, e os programas de *corporate venturing* normalmente são desprovidos de um comprometimento em longo prazo, e podem ser reduzidos em períodos de menor atividade econômica.

O relatório ainda aponta que outras fontes primárias de *venture capital* em muitas economias da OCDE são os governos nacionais ou locais. Em países como Coreia do Sul, Noruega e Portugal, a contribuição relativa do governo central tem sido significativa, ao passo que, em outros, a participação governamental tem sido substituída por outras fontes.

- e) **A magnitude dos fundos e dos negócios tem sido expandida, o que pode acarretar efeitos adversos a financiamentos a empresas em estágios iniciais de desenvolvimento.** A obtenção de economia de escala tem se tornado mais importante à medida que os mercados de *venture capital* amadurecem. Nos EUA, o tamanho médio dos fundos de *venture capital* triplicou no período entre 1992 e 2002, atingindo US\$ 140 milhões, e o número de fundos que atuam com volumes mais expressivos de recursos também se expandiu. Os elevados custos de transação e de monitoramento dos investimentos reduzem a rentabilidade dos fundos menores e, para permanecerem competitivos, esses fundos têm apresen-

tado especialização cada vez maior, ao passo que os fundos maiores têm mantido um foco mais generalista e internacional. O relatório apresenta alguns números interessantes: em 2002, nos EUA, menos de 7% dos *venture funds* gerenciaram recursos inferiores a US\$ 10 milhões. Já os fundos que administraram recursos entre US\$ 500 milhões e US\$ 1 bilhão representaram 8% do total, e fundos com capital superior a US\$ 1 bilhão, 9% do total. Aponta-se também que o tamanho dos fundos tem apresentado expansão mesmo em países nos quais a especialização seja referente a financiamentos a empresas em estágios posteriores de desenvolvimento e em negócios mais vultosos, como é o caso do Reino Unido e da Suécia. Ademais, o fraco ambiente de levantamento de capitais observado nos anos anteriores à elaboração do relatório acelerou o processo de fusões dos fundos e a consolidação do mercado.

Como consequência, a disponibilidade de capitais para pequenas empresas que necessitam de pequenos aportes de recursos foi afetada em parte devido aos severos processos de *due diligence* então estabelecidos. Desde meados da década de 90, o tamanho médio de investimentos realizados nos Estados Unidos com *venture capital* dobrou, atingindo US\$ 8,5 milhões em 2002. De forma similar, na Suécia e no Reino Unido o tamanho do investimento médio tem apresentado expansão de 8% ao ano e de 5% ao ano, respectivamente, no período entre 1995 e 2002. Mesmo em países onde os fundos são relativamente pequenos, como na Dinamarca, Espanha e Portugal, tem ocorrido uma expansão do tamanho dos negócios, uma vez que mais fundos têm realizado negócios de forma conjunta. Enfim, o relatório destaca que essa tendência pode afetar adversamente o levantamento de capitais para pequenas empresas em estágios iniciais de desenvolvimento que necessitem de modestas quantias.

- f) **Os fluxos internacionais de capitais têm se tornado mais importantes para alguns países da OCDE.** O relatório aponta que, em Israel, o mercado de *venture capital* foi quase que totalmente construído com capital estrangeiro, que ainda respondia por 70% dos fundos daquele país até o momento da elaboração do relatório. Ademais, o financiamento estrangeiro, sobretudo dos EUA, fornece 70% do *venture capital* no Reino Unido, sendo que, nos casos da Espanha e da Suécia, respectivamente 50% e 80% dos recursos dessa modalidade de investimentos são estrangeiros. No Canadá, 30% dos investimentos com *venture capital* são oriundos do exterior, sobretudo dos EUA, que continuam a ser uma das principais fontes de *venture funds* para outros países do mundo. Em contraste,

países como Noruega, Portugal, Coreia do Sul e Japão demonstram um fluxo internacional de recursos de *venture funds* muito limitado. O relatório destaca, ainda, que o *venture capital* internacional fornece muito mais do que apenas financiamento. Por meio de oportunidades de co-investimento com entidades estrangeiras, os *venture funds* domésticos e os investidores podem empreender negócios compartilhados mais relevantes e adquirir *expertise* gerencial em *venture investments*.

Países com oferta de mão de obra especializada, conhecimento tecnológico e cultura de empreendedorismo de risco são mais aptos a atrair fluxos de *venture capital* em face à crescente competição internacional para a captação de recursos. Entretanto, o relatório também aponta que uma dinâmica infraestrutura econômica é condição necessária, mas não suficiente, para a atração desses capitais, uma vez que o ambiente legal, institucional e fiscal continua a ser um fator que pode limitar a atração internacional de *venture capital* em alguns dos países da OCDE. A complexidade e a diversidade da estrutura de *venture funds* na OCDE têm sido outro fator apontado como limitador dos fluxos internacionais. No âmbito da União Europeia, foram adotadas iniciativas no sentido da remoção de regulações custosas e burocráticas que reduzem a oferta de capital estrangeiro. Para muitos mercados menores de *venture capital*, a integração com os fluxos internacionais é essencial para a sobrevivência desse mercado em longo prazo. Ao invés de direcionar a atenção para o desenvolvimento de um mercado doméstico e fechado de *venture capital*, as menores economias da OCDE devem implementar reformas regulatórias e adotar medidas ativas para usufruir dos fluxos globais de investimentos em *equities*.

A seguir, o relatório da OCDE (2004, p. 18-26) apresenta recomendações para as políticas relacionadas ao desenvolvimento do mercado de *venture capital* nos países integrantes dessa organização. O trecho a seguir representa praticamente uma tradução livre do texto original, cujas recomendações apresentadas são as seguintes:

- a) **Restrições quantitativas incidentes sobre investidores institucionais devem ser flexibilizadas de forma a serem expandidas as fontes de *venture capital* em muitos países da OCDE.** Investidores institucionais como fundos de pensão e companhias reguladoras são impossibilitados ou desencorajados a investir em *private equity* uma vez que os reguladores consideram esses investimentos como sendo de elevado risco. Entretanto, a tendência para a OCDE é no sentido afrouxamento dessas restrições. Muitos países são inspirados pela experiência dos

EUA do final dos anos 1970 e início dos anos 1980, quando alterações legislativas ao *Employee Retirement Income Security Act's* (ERISA) permitiram aos fundos de pensão efetuar investimentos de risco mais elevado, acarretando a liberação expressiva de recursos que revigorou o mercado de *venture capital* naquele país. As novas regras estabeleceram que os investimentos deveriam ser efetuados com o cuidado, habilidade e diligência de um “homem prudente”, e sugeriram que um investimento que pudesse, de forma isolada, ser considerado imprudente poderia, no contexto de um portfólio, ser considerado aceitável. No Reino Unido, as restrições a investimentos efetuados por companhias seguradoras foram amenizadas em 1994 pelo *Amendment to the Insurance Companies Regulation Act*, e novas revisões, à época do relatório, estavam em curso de forma a estabelecer padrões para financiamentos de longo prazo com ativos de fundos de pensão, ao invés de utilizar *benchmarks* externos, como os requisitos mínimos de financiamento – *minimum funding requirement* (MFR) – introduzidos em 1995 pelo *UK Pensions Act*. Limites superiores aplicados a investimentos de investidores institucionais têm sido progressivamente flexibilizados em países como Dinamarca e Suécia e, em muitos casos, a captação de fundos pode ser expandida pela substituição de restrições quantitativas incidentes sobre investidores institucionais por políticas regulatórias mais flexíveis. Essas alterações regulatórias poderiam ser combinadas com uma revisão dos padrões de prestações de informações financeiras pelos supervisionados. Regras contábeis, em particular as relativas à avaliação dos passivos dos fundos de pensão e das margens de solvência de companhias seguradoras, podem ter efeitos indiretos sobre a composição dos portfólios, desencorajando investimentos em ativos de risco. Todavia, o relatório também destaca que tetos para investimentos e regras de contabilidade não são os únicos fatores que limitam a indústria de capitais de risco. Desequilíbrios estruturais e ausência de fundos de pensão são desafios em alguns dos países da OCDE, como nos casos da Coreia do Sul, Noruega e Espanha. Mesmo quando permitidos a investir por meio de *venture capital*, muitos investidores institucionais são excessivamente avessos ao risco ou não são familiares com esses mercados (*venture markets*). Esses investidores frequentemente não detêm *expertise* e cultura para a realização de investimentos nessa modalidade. Muitos países estão adotando mecanismos – ou promovendo coinvestimentos com fundos estrangeiros mais experientes – para trazer experiência em *venture investments* na gestão dos investidores institucionais. A

elaboração de legislação específica que permita a criação de veículos de investimentos em *pool*, como os mencionados “fundos de fundos” (*funds of funds*) no Canadá, Dinamarca e Israel, é outro meio de permitir aos investidores institucionais combinarem recursos e *venture know-how* para a realização de investimentos de risco mais elevado.

Políticas mais liberais para investidores institucionais deveriam ser combinadas com padrões mais elevados de transparência e *disclosure* de forma a minimizar potenciais abusos. Atualmente, não há diretrizes no âmbito da OCDE para mensuração e avaliação do desempenho dos fundos de *venture capital*. Medidas confiáveis de desempenho e padrões contábeis adequados podem melhorar a transparência dos investimentos com *venture capital* e permitir o melhor conhecimento desse mercado. O estabelecimento de *benchmarks* adequados pode também contribuir para a confiança nesse segmento e tornar o *private equity* uma alternativa viável de investimentos, auxiliando inclusive investidores institucionais no processo de alocação de fundos para investimentos de risco mais elevado.

- b) **Menores alíquotas tributárias para ganhos de capital estimulam empreendedores e investidores, evitando a necessidade de incentivos especiais para a tributação de *venture capital*.** Os incentivos tributários para *venture capital* são normalmente direcionados a indivíduos e a corporações investidoras, uma vez que os principais fornecedores de capital, como fundos de pensão, são geralmente isentos. Alguns governos de países da OCDE têm se esforçado para manter neutralidade em seus sistemas tributários e não têm introduzido medidas fiscais para incentivar investimentos em *venture capital*, como no caso da Suécia e da Dinamarca. Outros, por sua vez, têm um amplo conjunto de medidas voltadas aos investidores de risco (*venture investors*). Algumas dessas medidas incluem incentivos imediatos (*front-end*) ou créditos tributários para pessoas ou corporações que investirem em pequenas empresas ou *venture funds* qualificados (por exemplo, o *Enterprise Investment Scheme* e o *Venture Capital Trust Scheme* no Reino Unido; o *Certified Capital Companies – CAPCOs* nos Estados Unidos; e o *Labour Sponsored Venture Capital Corporations – LSVCCs* no Canadá). Além de serem dispendiosos, esses incentivos imediatos poderiam atrair *venture investments* sobretudo para fins de planejamento tributário.

Uma alternativa poderia consistir em incentivos concedidos *a posteriori* (*back-end incentives*), o qual pode fornecer uma redução tributária para

ganhos de capital sobre a realização de lucros em *venture investments*, estratégia que pode fornecer incentivo para a realização de reinvestimentos, ao invés da realização de lucros. Os exemplos incluem alíquotas reduzidas de imposto incidentes sobre as transações com ações de IPOs de pequenas empresas nos Estados Unidos; alíquotas reduzidas de taxas de ganhos de capital para empresas certificadas de *venture capital* na Coreia do Sul, Portugal e Espanha; e isenções da tributação sobre ganhos de capital para investidores estrangeiros em *venture capital* em Israel. Alguns países também estabelecem diferimentos tributários para corporações ou indivíduos para estimular a aplicação de ganhos de capital para pequenas empresas ou fundos, como é o caso do Canadá, Estados Unidos e Reino Unido. Entretanto, esses incentivos tributários que buscam beneficiar *venture investors* podem introduzir complexidades nos sistemas tributários na forma de múltiplas alíquotas para corporações e indivíduos, tipos de ativos, *holding periods*, etc. Os países, em geral, são limitados em sua habilidade no uso de incentivos fiscais generosos ante as pressões para estabilidade fiscal e cumprimento de metas orçamentárias.

O ambiente fiscal – incluindo a carga tributária geral sobre indivíduos e corporações e a complexidade do sistema tributário – pode ser mais relevante para alterar o empreendedorismo e o capital de risco do que medidas tributárias específicas. Entretanto, a utilização de alíquotas elevadas na tributação de ganhos de capital para corporações e indivíduos tem sido citada como um fator crucial para deprimir a oferta de *venture capital* em muitos países da OCDE. As alíquotas de ganhos de capital são relativamente elevadas no Japão e nos países nórdicos, e mais reduzidas nos Estados Unidos. Adicionalmente, países como Dinamarca, Noruega e Suécia têm impostos sobre a riqueza (*wealth taxes*), os quais estabelecem um ônus adicional sobre bens materiais e financeiros. Em geral, os países deveriam objetivar maior neutralidade e reduzir a complexidade na tributação do capital. Em muitos países, entretanto, as reduções nas alíquotas de tributação de ganhos de capital poderiam estimular a oferta de *venture funds* e aumentar os incentivos para a realização de investimentos de risco.

- c) **Os programas governamentais em *equity* podem estimular financiamentos privados em *venture capital*, mas deveriam ser substituídos à medida que os mercados privados amadurecem.** Em quase todos os países da OCDE, os investimentos em *venture capital* começaram como atividades financiadas pelo setor público. *Equity funds* dos governos – ou seja, fundos para participação de quotas (ou *equities*) em empresas – têm

sido extensamente empregados para estimular o *venture capital* privado e reduzir os desequilíbrios na alocação de recursos por diferentes estágios de financiamento, setores e regiões. Em particular, o perfil de risco das empresas-semente (*seed firms*) e das *start-ups* é, em geral, excessivamente arriscado para atrair suficiente investimento para participações (*equities*) nessas iniciativas, aspecto do qual deriva a necessidade de compartilhamento de riscos entre os setores público e privado. Em alguns países o governo desempenhou um papel central na atividade por um longo período de tempo, como pode ser observado no programa denominado *Small Business Investment Company (SBIC)* dos Estados Unidos e no *YOZMA* em Israel. Essas iniciativas não apenas canalizaram montantes substanciais de capital de risco para novas firmas, mas também possibilitaram o treinamento de administradores os quais, posteriormente, utilizaram seus próprios recursos na atividade, estimulando o crescimento do mercado de *venture capital* e criando uma cultura de empreendimentos de risco. Nem todas as iniciativas públicas são bem direcionadas, e algumas ultrapassaram sua utilidade e proposta original. Ao longo do tempo, os programas públicos, ao invés de atuarem no sentido da eliminação dos desequilíbrios na oferta de capital de risco, tendem a convergir em direção aos mesmos segmentos de mercado no qual atua o setor privado. Nesse caso, os programas públicos poderiam prejudicar investidores privados e até mesmo atrasar o desenvolvimento do mercado. Assim, a eficácia dos programas públicos deve ser continuamente monitorada. Em Israel, a iniciativa referente ao *YOZMA* foi descontinuada à medida que o mercado privado se desenvolveu e, nos Estados Unidos, o programa *SBIC* deve revisar seu contínuo fornecimento de apreciáveis recursos ao *venture market*. Em alguns casos, como na Coreia do Sul, os programas deveriam ser consolidados, embora o papel do governo tenha sido alterado para o objetivo de ser uma fonte complementar de financiamento, inclusive levantando capital de risco de fontes privadas. Nessa vertente, muitos países contam com fundos que utilizam recursos públicos para alavancar financiamentos privados em segmentos de mercado mal atendidos, como é o caso do *Business Development Bank of Canada Venture Capital Fund*, no Canadá; do *Danish Investment Fund (VaeksFonden)*, na Dinamarca; do *National Industrial Development Fund (Industrifonden)*, na Suécia; do *Fundo de Sindicação de Capital de Risco (FSCR)* em Portugal; e do *Early Growth Fund* no Reino Unido. Ademais, os países estão reforçando parcerias entre os setores público e privado, como é o caso do *University Challenge Fund* no Reino Unido, o qual fornece capital semente (*seed capital*) para

facilitar a transferência de *know-how* e tecnologia de universidades para aplicações comerciais.

Os programas de *equity* financiados pelos governos federais ou centrais estão agora competindo mais com fundos regionais, estaduais e locais, particularmente quando são direcionados para corrigir desequilíbrios geográficos no financiamento de risco (*venture financing*). As iniciativas locais (que podem ser regionais, como os *Regional Venture Capital Funds – RVCFs* nos Estados Unidos; estaduais, como o *Massachusetts Technology Development Corporation – MTDC*, também nos Estados Unidos; de províncias, como o *Quebec Innovatech Venture Capital Fund* no Canadá e o *Centre d’Innovació i Desenvolupament Empresarial – CIDEM* na Catalunha, Espanha) são complementadas por programas desenvolvidos para pequenos negócios em comunidades carentes e para grupos em situação de desvantagem (como é o caso do *Community Development Venture Fund* no Reino Unido e do programa *New Markets Venture Capital* nos Estados Unidos). Esses fundos muitas vezes têm objetivos sociais – que incluem transferência de tecnologia, criação de postos de trabalho e desenvolvimento econômico – e também comerciais. A sua contribuição para a atividade econômica e o desenvolvimento regional em longo prazo tem sido variada, uma vez que tendem a não possuir economia de escala nem administradores experientes, e enfrentam um *trade-off* entre cumprir as metas sociais e alcançar viabilidade comercial. Desta forma, as regiões e as comunidades deveriam ser encorajadas a avaliar esses programas e decidir se a sua consolidação ou elaboração de programas alternativos seria compensadora.

Em todos os países, fundos públicos de *venture capital* necessitam ser redirecionados ao longo do tempo e devem objetivar a expansão do financiamento privado, quando ainda em estágios iniciais, particularmente para firmas-semente (*seed*) e *start-ups*. Uma avaliação transparente dos programas deve ser efetuada de forma a restringir a atuação pública quando os mercados privados se desenvolverem. Nesse contexto, uma avaliação ampla do financiamento para pequenos negócios inovadores deve ser empreendida, de forma a que sejam estabelecidas as fontes de financiamento a pequenas empresas em diferentes estágios de desenvolvimento, minimizando possíveis superposições de fontes, como auxílios à pesquisa (*research grants*) e outros capitais para empresas-semente e *start-ups*.

- d) Os governos devem colocar em contato programas públicos, como os referentes a incubadoras de tecnologia, com redes de *business angels*.

Os investidores denominados *business angels* representam uma fonte importante de capital de risco. De acordo com o relatório da OCDE (2004), informações disponíveis indicam que o total de financiamento destinado a empresas em estágios iniciais de desenvolvimento oriundo desses investidores é da mesma ordem de grandeza – e em alguns países é muito superior – que o capital fornecido por fundos de *venture capital*. Entretanto, *business angels* preferem investir localmente em projetos selecionados por meio de canais confiáveis e de conexões informais. O fluxo de informações entre investidores e potenciais empreendedores é limitado ou inexistente em muitos países da OCDE. Em anos recentes, muitas redes públicas e comerciais foram criadas para organizar o mercado no qual atuam os *business angels* de forma a suplantarem essas dificuldades relativas à informação. A maior parte das redes de *business angels* fornece serviços para o estabelecimento de contatos entre empreendedores e investidores “anjos” por meio de bases de dados na *internet*, enquanto outros oferecem serviços de assessoramento e demais auxílios.

As redes de *business angels* são mais desenvolvidas no Reino Unido e nos Estados Unidos, onde redes públicas e privadas têm evoluído ao longo do tempo em conjunto com o mercado de *venture capital*. Redes locais, projetadas de acordo com as características econômicas de uma comunidade, tendem a apresentar um desempenho superior ao obtido a partir de esforços nacionais nos países maiores, como é o caso do Canadá e de seu *Canadian Community Investment Plan* (CCIP). Um certo número de redes, entretanto, atua simplesmente como serviços de elaboração de listas, sendo incapazes de manter um fluxo contínuo de boa informação. Essas redes necessitam ser atreladas a outros programas regionais e a redes em nível nacional para minimizar a duplicação de esforços. Mercados mais reduzidos, como é o caso da Suécia, Dinamarca e Noruega, deveriam atrelar suas redes de *business angels* com outras iniciativas como as do *Nordic Venture Network* (NVN).

Algumas redes, em particular as patrocinadas pelo governo, podem sofrer com a falta de investidores de qualidade que detenham a *expertise* necessária relacionada a investimentos nessa modalidade (*angels investments*). Para contrabalançar essa característica, o governo de Israel buscou *business angels* estrangeiros por meio do oferecimento de incentivos tributários e do lançamento de programas para conectar pe-

pequenas empresas e fundos de *venture capital* com instituições e empresas multinacionais sediadas no exterior, bem como com indivíduos estrangeiros. Adicionalmente, alguns fundos de *venture capital* israelenses estabeleceram filiais nos Estados Unidos e na Europa de forma a estarem a par das mais recentes novidades tecnológicas e da evolução do mercado. O estabelecimento de tal estratégia de relações com *business angels* no exterior pode aumentar a visibilidade do portfólio de firmas aptas a receberem investimentos e parcerias, o que pode representar novas oportunidades de negócios.

Ao contrário dos fundos de *venture capital*, os *business angels* investem recursos por si próprios e podem ser desproporcionalmente afetados por períodos de retração do mercado. Em anos recentes, novas parcerias entre *business angels* e outros fundos de *venture capital* auxiliaram a minorar os efeitos dos períodos de diminuição de liquidez e a administrar melhor os riscos. Grupos estruturados de *business angels* e sindicatos de *angels* têm sido formados em alguns países, realizando investimentos de maneira compartilhada (na forma de *pool*) ou como um tipo de fundo em empresas maiores de *venture capital*. Os governos podem patrocinar feiras do setor (*venture fairs*), workshops e seminários sobre mercados de *private equity*, de forma a encorajar a formação de *pools* e o fortalecimento de sinergias entre provedores formais e informais de capital de risco. As redes de *angels* e associações de *venture capital* podem também ser conectadas a outros grupos empresariais de forma a estabelecer contatos entre os lados da demanda e oferta do mercado. O fluxo de negócios por meio das redes de *business angels* pode ser aprimorado se atrelados a programas públicos de *venture capital* e a iniciativas voltadas às *start-ups*, como incubadoras de tecnologia. Os governos também podem expandir o *pool* de *start-ups* e empreendedores por meio de iniciativas complementares, como programas de aptidão para investimentos voltados a pequenas empresas e fomento ao empreendedorismo para profissionais que atuam em universidades e órgãos públicos de pesquisa.

- e) **Os governos podem encorajar a fusão de mercados secundários de ações de forma a obter maiores economias de escala.** A existência de mecanismos adequados de saída dos investimentos realizados é essencial para um mercado ativo de *venture capital*. Com efeito, a saída dos investimentos fornece um importante *benchmark* quanto à rentabilidade dos investimentos efetuados por meio de *venture capital* em relação às outras modalidades de aplicações existentes. Em particular,

os investimentos em empresas em estágios iniciais de desenvolvimento requerem uma taxa de retorno elevada, sendo necessária a existência de estratégias agressivas de saída, como ofertas públicas de ações (*Initial Public Offerings – IPOs*). Mercados secundários de ações, os quais têm requisitos menos rigorosos de admissão e menores custos em comparação aos mercados de primeira linha, são veículos privilegiados para a saída de investimentos de firmas de menor porte. Durante a década de 90, houve uma proliferação de mercados secundários de ações por toda a OCDE devido principalmente ao sucesso dos IPOs de jovens firmas de alta tecnologia da NASDAQ nos Estados Unidos. O *Alternative Investment Market (AIM)* da *London Stock Exchange* iniciou os negócios em 1995, seguido pelo *Le Nouveau Marche* na França e pelo KOSDAQ na Coreia do Sul em 1996, pelo *German Neur Market* na Alemanha e pelo *Belgian New Market* na Bélgica em 1997, dentre outros. Os países da OCDE, entretanto, têm tido resultados variados no processo de construir esses mercados secundários de ações e em oferecer possibilidades de saídas de investimentos realizados em pequenas firmas. A maioria dessas bolsas permanece fragmentada, com baixa liquidez e capitalização de mercado, de maneira que apenas poucos mercados têm suficiente escala para promover IPOs. Ademais, esses mercados menores são mais voláteis e susceptíveis a movimentos especulativos. Enquanto a robustez dos IPOs realizados em muitos países na década de 90 levou a um crescimento sem precedentes no levantamento de *venture capital* e realização dos respectivos investimentos, o estouro da bolha do setor de tecnologia no ano 2000 reduziu significativamente a capitalização do mercado de ações, e algumas bolsas sofreram processos de fusão ou desapareceram.

A volatilidade nos mercados financeiros globais a partir de 2000 exacerbou o fraco desempenho dos mercados secundários e diminuiu sua credibilidade como possível rota de saída de investimentos, de maneira que apenas uma pequena fração das recentes saídas observadas nos países da OCDE tem sido efetuada por meio de IPOs, sendo que fusões, aquisições e recompras têm sido mais frequentemente utilizadas. Entretanto, maiores economias de escala podem ser alcançadas por meio da maior integração de mercados secundários de ações entre os países, sendo que, no momento da elaboração do relatório, algumas iniciativas estariam em curso para aprimorar a competitividade e reduzir a fragmentação dos mercados de ações. Como exemplo, o governo do Canadá desempenhou um importante papel ao promover a consolidação e especialização das

bolsas canadenses. Em 2000, as maiores bolsas de valores do Canadá – a *Montreal Exchange* (ME), a *Toronto Stock Exchange* (TSE) e a *Alberta Stock Exchange* – foram reestruturadas, sendo que a negociação de valores mobiliários de empresas maduras (*senior securities*) foi consolidada na bolsa de Toronto, ao passo que a *Canadian Venture Exchange* (CNDX) passou a se especializar na negociação de valores mobiliários de empresas jovens (*junior securities*). De forma similar, a sueca *Nordic Growth Market* estabeleceu a *Nordic OTC* em 2003 com o intuito de criar uma plataforma comum nórdica para pequenas companhias não listadas em bolsas de valores. Ao invés das bolsas nacionais atuais, uma bolsa de valores europeia para empresas de elevado crescimento deveria ser incentivada no contexto mais abrangente da integração de mercados na Europa. Medidas similares poderiam ser adotadas nos países asiáticos, de forma a fornecer mecanismos viáveis de saída para pequenas empresas inovadoras na região. A globalização, difusão de novas tecnologias e desregulamentação continuarão a pressionar os mercados secundários de ações no sentido de sua reorganização para que se mantenham competitivos. O escopo das parcerias entre bolsas pode variar desde o fortalecimento de conexões de negócios (*trade linkages*), listagens conjuntas (*cross-listings*) e alianças para fusões em larga escala. Embora estas sejam decisões a serem adotadas pelos próprios mercados, os governos podem, em prol do crescimento das pequenas firmas e do empreendedorismo, fornecer uma infraestrutura regulatória adequada para tornar mais viáveis os mercados secundários de ações e para aprofundar a sua integração.

A conclusão do relatório da OCDE (2004) é que é amplamente aceita a importância da promoção do capital de risco e dos mercados líquidos de *equities* para o desenvolvimento de pequenas firmas de elevado crescimento, particularmente nos setores de alta tecnologia. Os países da OCDE, entretanto, diferem significativamente quanto à atividade de *venture capital* e quanto à participação dos investimentos direcionados para firmas nos estágios iniciais de desenvolvimento. Em geral, uma falta de conhecimento e *expertise* com relação ao financiamento por meio de *private equity* bem como custos de transação elevados associados aos investimentos em empresas em seus estágios iniciais restringem o número e o tipo de firmas que recebem esses recursos. Ademais, os países também encontram dificuldades em manter um fluxo de negócios de elevada qualidade. Por sua vez, o retrocesso global nos mercados financeiros e no setor de alta tecnologia, a partir de meados do ano 2000, reduziu a atividade de captação de fundos, ao passo que os investimentos passaram a ser direcionados para empresas em estágio mais avançados de desenvolvimento e para negócios de maior porte, sendo que os problemas de alocação de recursos são ainda mais exacerbados nos países com mercados mais reduzidos.

De maneira a obterem benefícios a partir do incentivo à criação de empresas e ao empreendedorismo, os países devem tomar medidas tanto em relação ao lado da demanda (criando, por exemplo, uma cultura empreendedora) como da oferta (expandindo, por exemplo, o acesso ao capital de risco). Os estudos realizados indicam que a atividade empreendedora nacional varia significativamente entre os países da OCDE. Ao mesmo tempo em que devem adotar medidas para aprimorar as condições de investimento e a cultura de exposição ao risco, os países devem melhorar o ambiente de negócios para os empreendedores e aumentar a quantidade de pequenas empresas aptas a receberem investimentos. Se os problemas do lado da demanda predominarem, qualquer intervenção governamental nos mercados financeiros pode acarretar distorções, como a concessão de subsídios a firmas que não estão aptas a receberem créditos.

O nível de empreendedorismo depende tanto de fatores intangíveis, como a existência de uma cultura voltada ao risco, quanto de fatores mais tangíveis, como a facilidade na qual novas firmas são criadas e as penalidades incidentes em decorrência de casos de falência. A política voltada ao empreendedorismo deve ter o foco no estímulo ao potencial de crescimento das pequenas empresas existentes. Se o setor empreendedor não consegue apresentar novos produtos e os mercados não expandem segmentos que potencialmente poderiam receber investimentos, os fundos de *venture capital* poderiam se encontrar em uma situação na qual há poucas alternativas de investimento disponíveis e, nesse caso, o *private equity* poderia acabar concentrando sua atenção em investimentos de maior porte e em setores tradicionais, o que acarretaria um impacto muito mais reduzido sobre o crescimento. Os programas governamentais que procuram reduzir barreiras à comercialização de novas tecnologias e que facilitem pesquisadores a iniciarem seus próprios negócios poderiam expandir a demanda para o capital de risco.

Do ponto de vista da oferta, os países podem necessitar de um conjunto completo de políticas para possibilitar o contínuo financiamento às pequenas firmas empreendedoras. Essas políticas poderiam incluir sistemas tributários que não penalizem excessivamente a acumulação de capital, normas que diversifiquem as potenciais fontes de recursos para fundos de *venture capital*, e iniciativas governamentais que auxiliem o desenvolvimento de mercados privados de *venture capital*, de redes de *business angels* que complementem o fluxo de recursos e auxiliem as pequenas firmas, e de mercados secundários de ações que permitam saídas mais ágeis dos investimentos efetuados. As recomendações gerais na implementação dessas políticas são aplicáveis à maioria dos países da OCDE, muito embora devam ser ajustadas aos sistemas econômicos locais e ao tamanho e estágio de desenvolvimento dos mercados de *venture capital*. Ademais, a maioria desses mercados ainda se encontra em fase inicial de desenvolvimento na OCDE, de maneira que tanto a parte da demanda como da oferta podem ser responsáveis por restringir seu desenvolvimento. Desta forma, políticas complementares para

a expansão do empreendedorismo são, assim, essenciais. Para as menores economias, a integração aos fluxos internacionais de *equities* e a consolidação dos mercados secundários de ações é mais apropriada que o desenvolvimento de mercados nacionais isolados de *venture capital*. Para todos os países, investidores privados dessa modalidade e fundos privados são preferíveis às iniciativas governamentais. Qualquer intervenção direta por meio de fundos públicos deveria ser focada em investimentos para pequenos empreendimentos em estágios iniciais de desenvolvimento, combinados com outras formas de financiamento típicos para pequenas empresas, e o processo deve ser avaliado e restringido quando não se mostrar mais necessário.

6. O CAPITAL EMPREENDEDOR NO BRASIL

6.1 A evolução do *private equity* e do *venture capital* no Brasil

Ribeiro (2005) apresenta um panorama detalhado da indústria brasileira de *private equity* e *venture capital* referente ao período compreendido entre 1999 e 2004 – não contemplando, portanto, a substancial expansão do setor ocorrida no Brasil a partir de 2005. Àquela época, o autor apontava que nosso mercado de *private equity* e de *venture capital* era extremamente reduzido em relação ao observado nos países que contavam com elevada disponibilidade dessa modalidade de capital:

Comparativamente ao tamanho da economia brasileira, a indústria de PE/VC [private equity/venture capital] ainda é pequena. Nos países com elevada disponibilidade de PE/VC, o montante investido anualmente equivale a 1% do PIB (OCDE, 2002). No Brasil, o investimento médio realizado no período de 1999 a 2004 foi de apenas 0,06% do PIB. Apesar disso, o setor tem perspectivas de crescimento. O fato de que 90% dos gestores pesquisados pretendem continuar investindo em PE/VC no Brasil revela a existência de condições necessárias para que a atividade possa ser desenvolvida. (RIBEIRO, 2005, p. 11)

A título de comparação, o autor também apresentou números referentes a outros países em relação à mesma época. Enquanto em 2004 o capital investido²⁸ no Brasil foi de apenas 0,4‰ do PIB²⁹, esse número, no Reino Unido, foi de 11,1‰ do PIB naquele ano (o que é mais de 27 vezes superior ao índice brasileiro). Essa fração em relação ao PIB levantada apenas em 2004 no Reino Unido é superior a todo o estoque acumulado de capital sob gestão no Brasil (capital comprometido), que alcançou apenas 8,4‰ do PIB. Alguns números investidos em *private equity* em 2004 em outros países são: Canadá (6,8‰), Suécia (5,8‰), África do Sul (5,7‰), Hong Kong (5,5‰), Austrália (4,3‰, o que é cerca de dez vezes o índice observado no Brasil).

Apesar dos números brasileiros terem sido muito modestos em relação ao observado no exterior, chama atenção a menção do autor quanto à opinião reinante na indústria segundo a qual não haveria escassez de capital, mas sim falta de bons projetos e de

28 O volume acumulado de capital sob gestão é denominado "capital comprometido", e o montante captado junto aos investidores em determinado ano é denominado "capital levantado". A parcela de fato investida denomina-se "capital investido", e a saída ocorrida em determinado ano é denominada "capital desinvestido".

29 A proporção em relação ao PIB é apresentada em valores a cada mil unidades (‰), de maneira que 1‰ corresponde a 0,1%.

empresas a serem financiadas, que seria evidenciada pelo comportamento pouco cooperativo das organizações gestoras, característica que não seria usual no exterior:

Na Europa, quase metade dos investimentos são feitos de forma sindicalizada (BOTTAZZI et al, 2004) e mais de dois terços das organizações gestoras já participaram de coinvestimentos. A comparação sugere que as organizações atuantes no Brasil cooperam pouco entre si. Este resultado é surpreendente quando se observa a forte concentração regional do setor e a existência de uma associação de classe bastante representativa.

O comportamento pouco cooperativo pode ser explicado por diversos fatores. O mais convincente é o nível de competição na identificação de bons projetos de investimento. Segundo a opinião reinante na indústria: “Não falta capital, faltam boas empresas e bons projetos que possam ser financiados por PE/VC”. Em uma indústria de PE/VC nascente, como a brasileira, gestores que obtêm bons resultados conseguem aumentar a reputação (track record). Segundo Gompers e Lerner (1998), reputação é o fator fundamental na atração de capital para investimento futuro (RIBEIRO, 2005, p. 11).

O autor também apontou que, já em 2004, o Brasil apresentava muitas das condições necessárias para a expansão do setor de *private equity* e *venture capital*, revelada pelo fato de que 90% dos gestores pesquisados pretendiam continuar realizando essa modalidade de investimentos no Brasil. Dentre essas condições, Ribeiro (2005, p. 99-100) destacava as seguintes:

- importante número de saídas realizadas por meio do mercado acionário (IPOs) no biênio 2004-2005, uma vez que a possibilidade de saída pelo mercado acionário encoraja novos investimentos;
- participação crescente de fundos de previdência privada em *private equity* e *venture capital*. A opinião do autor é a de que experiências bem-sucedidas nesse sentido contribuiriam para uma tendência na qual os gestores de fundos de pensão passam a utilizar esses ativos como instrumentos de diversificação de carteiras;
- regulamentação de fundos de pensão não impediria investimentos de uma parcela de seus recursos em *private equity* e *venture capital*, que passam a ser uma alternativa relevante especialmente em um ambiente de taxas de juro mais reduzidas;
- regulamentação nacional de veículos de investimento em *private equity* e *venture capital* atual e que confere segurança para que investidores institucionais e pessoas físicas possam investir;

- reconhecimento pelo Poder Judiciário brasileiro, desde 2001, da mediação e da arbitragem como formas de solução de conflitos entre investidores, gestores e empreendedores. Esta alternativa de solução de conflitos tende a diminuir o efeito negativo de um ambiente jurídico-legal pouco eficiente;
- existência de um novo segmento do mercado de capitais especialmente desenhado para facilitar saídas de empresas de menor porte por IPO;
- oportunidades decorrentes de insuficiências de infraestrutura de transportes, energia e telecomunicações, que se revelam propícios para aportes de capital empreendedor. Adicionalmente, questões relativas à criminalidade nas metrópoles brasileiras podem gerar oportunidades de investimento em soluções de segurança e sistemas antifraude.

Além dessas características, Ribeiro (2005, p. 100-101) apresenta as semelhanças e diferenças do *private equity* existente no Brasil com aquele que é praticado nos Estados Unidos. Dentre as diversas diferenças, pode ser mencionado o fato de, no Brasil, os investimentos serem direcionados principalmente a empresas em estágios mais avançados de desenvolvimento em face ao nosso ambiente menos propício ao empreendedorismo:

A pesquisa também revela que o modelo brasileiro de PE/VC guarda similaridades e diferenças com o modelo norte-americano. [...].

Entre as principais similaridades, destacam-se: (i) o setor é basicamente composto por organizações independentes que gerenciam recursos provindos, em sua maior parte, de fundos de pensão e demais investidores institucionais; (ii) a indústria é bastante concentrada regionalmente e a maior parte dos recursos é controlada por poucos gestores; (iii) os investimentos são feitos, em geral, em empresas localizadas perto das organizações gestoras; (iv) os setores de software e TI são os que mais recebem aportes; e (v) os gestores são tão qualificados quanto seus pares internacionais. [...]

Entre as diferenças identificadas destacam-se: (i) uma tendência de investimento em setores mais tardios do desenvolvimento empresarial. Em ambiente pouco propício ao empreendedorismo, as oportunidades de investimento em negócios nascentes tendem a ser escassas; (ii) poucas transações de LBO. Devido à escassez de crédito, gestores não conseguem se alavancar; (iii) baixo grau de especialização setorial. Isso é indicativo da escassez de boas oportunidades de investimento em um mesmo setor; (iv) ao invés de se concentrarem em clusters tecnológicos (e.g. Vale do Silício), os gestores estão localizados em centro financeiro e de negócios (como em Mumbai na Índia). Isto sugere que os maiores desafios estão relacionados à estruturação

de parcerias comerciais e a busca de compradores estratégicos que viabilizem a saída; (v) embora seja derivada de regulamentação estrangeira, as normativas para a gestão de PE/VC no Brasil foram criadas especificamente para a realidade brasileira. Trata-se de uma resposta clara a um ambiente institucional que assegura pouca proteção aos direitos dos investidores. A instrução CVM 391 inclusive determina a utilização de arbitragem para a solução de conflitos entre gestores e empreendedores; e (vi) os mecanismos de saída usualmente utilizados são trade-sales (venda estratégica) e buybacks (recompra de participação pelo empreendedor). Com um mercado acionário pequeno e pouco acessível, a realização de um IPO é fato raro. Mesmo quando ocorrem, são superados, em número, pelos trade-sales. Além de impactar o tamanho da indústria, a possibilidade e o mecanismo de saída tende a determinar as características das empresas que recebem aporte de PE/VC (RIBEIRO, 2005, p. 100-101).

Quanto aos desafios, o autor destaca que, em 2004, “as verdadeiras melhorias que o país deve implementar estão relacionadas à proteção dos interesses dos investidores, simplificação dos processos burocráticos, diminuição dos tributos que oneram a empresa formal e uma profunda reforma no Judiciário para aumentar a eficiência da coerção de leis e contratos no país” (RIBEIRO, 2005, p. 102).

Com relação à evolução mais recente da indústria, Carvalho; Gallucci Netto; Sampaio (2012, p. 5) apontam que houve, recentemente, um expressivo crescimento do capital empreendedor no Brasil. Com efeito, o capital comprometido em *private equity* e *venture capital* em relação ao PIB era de 0,66% em 1999, passando a 2,66% em 2009. Entretanto, mencionam que ainda há espaço para expansão, uma vez que esse percentual atinge 3,7% do PIB nos Estados Unidos, e 4,7% do PIB no Reino Unido.

Carvalho; Gallucci Netto; Sampaio (2012, p. 5-6) mencionam também que a concentração de organizações gestoras em relação ao capital comprometido diminuiu entre 2004 a 2009, embora o tamanho médio dos fundos tenha apresentado expansão. Em 2004, as 15 maiores organizações gestoras do setor eram responsáveis por 76% do capital comprometido, gerenciando em média US\$ 283 milhões, ao passo que as 56 gestoras restantes gerenciavam, em média, apenas US\$ 26 milhões. Em 2009, as 15 maiores gestoras respondiam por 63% do capital comprometido, gerenciando em média US\$ 1.519 milhões, ao passo que as 125 gestoras restantes gerenciavam, em média, US\$ 106 milhões.

Entre 2004 a 2009, o número das empresas investidas apresentou expansão de 306 para 436, havendo um aumento de participação da modalidade *private equity* em relação a *venture capital*, e ainda uma queda em investimentos nas modalidades *seed capital* e *start-up*. Mais especificamente, a queda da participação em *seed capital* no período foi

de 11,8% para 7,6%, e, na modalidade *start-up*, a retração foi 23,5% para 13,1%, números que foram apurados em relação à quantidade de empresas investidas.

A elevação do número de empresas investidas é outra evidência do crescimento da indústria [de capital empreendedor]. O aumento foi de 306 empresas investidas em 2004 para 436 em 2009. Ocorreu também uma mudança no foco dos investimentos, com uma expansão do private equity em relação ao venture capital. O número de empresas integrantes dos portfólios de investimento que receberam seus primeiros aportes de recursos na modalidade venture capital permaneceu estável em torno de 200, ao passo que o número de empresas investidas por meio de private equity dobrou de 102 para 203. O aumento relativo do private equity pode estar relacionado à elevação do comprometimento de capital e do aumento das saídas por meio de IPOs, como foi conjecturado por Jeng; Wells (2000). Surpreendentemente, os investimentos em seed capital e em start-ups, os quais requerem relativamente reduzidos aportes de capital, apresentaram redução de 11,8% e 23,5% para 7,6% e 13,1%, respectivamente (CARVALHO; GALLUCCI NETTO; SAMPAIO, 2012, p. 6)³⁰.

Quanto ao direcionamento do capital investido, há redução da concentração (embora ainda se encontre em patamares elevados), bem como alteração dos setores que mais receberam investimentos. Assim, entre 2004 a 2009, a participação dos cinco setores que mais receberam investimentos apresentou redução de 70% para 63% do total. O setor mais priorizado foi o de tecnologia da informação, muito embora sua concentração tenha sido reduzida de 30% para 20%. Ademais, os setores que mais apresentaram crescimento como destino de investimentos foi o de construção, com variação de 3% para 14% no período, e de energia e combustíveis, de 2% para 11% do total.

Os autores apontam ainda a expressiva concentração geográfica dos investimentos. Em 2004, 91% eram localizados nas regiões Sul e Sudeste e, em 2009, esse índice foi de 92%. Mesmo nessas regiões nas quais há maior direcionamento de recursos, os investimentos estão largamente concentrados em São Paulo.

Com relação à duração dos investimentos, não houve, conforme os autores, alteração significativa entre 2004 a 2009, sendo que cerca de um terço dos veículos tem duração entre 9 a 10 anos. Já os fundos com duração entre 7 e 8 anos representaram 25% do total dos veículos em 2004, e 27% em 2009. Entretanto, nesse período houve o surgimento de fundos com duração inferior a 5 anos (que representaram 4% em 2009). De toda

30 Tradução livre.

forma, extensões do período de duração dos fundos são frequentes, sendo que a prorrogação por um período de 2 anos é a mais usual.

Quanto aos mecanismos de saída, Carvalho; Gallucci Netto; Sampaio (2012, p. 7) mencionam que, a partir de 2004, foram iniciadas as saídas por meio de IPOs, o que representa um marco na indústria brasileira de *private equity* e *venture capital*, uma vez que foi demonstrada assim a capacidade de realização de todo o ciclo da indústria. Relatam que, entre 2004 e 2009, houve 115 IPOs no Brasil, 54 dos quais relacionados a empresas financiadas por essa modalidade de investimentos.

Uma das peculiaridades do mercado local, segundo os autores, é a participação de *limited partners* (investidores que não são gestores) no processo de investimento. Citando outros autores, uma das hipóteses indicadas por Carvalho; Gallucci Netto; Sampaio (2012, p. 8) para essa característica poderia estar associada à deficiência de créditos de longo prazo no Brasil e à consequente escassez de operações de *leveraged buyouts* (modalidade de investimento em participações no qual as aquisições são financiadas por meio de dívida). O motivo é que, nessas transações, as decisões de investimento do *general partner* são avaliadas pelos credores. Na ausência dessas operações, não haveria, assim, um agente externo que avaliasse as decisões de investimento adotadas, motivo pelo qual os *limited partners* poderiam suprir, ao menos em princípio, essa lacuna. Nesse contexto, a atuação dos *limited partners* tanto pode ser direta como por meio de comitês de investimento. Ademais, mencionam que é bastante comum que *limited partners* entrem em contato diretamente com as empresas investidas e que, inclusive, tomem parte na decisão de saída.

Quanto à afiliação das organizações gestoras, os autores citam que as organizações independentes têm apresentado expansão tanto em termos de capital investido como em quantidade de instituições. Assim, no período de 2004 a 2009, a proporção do capital comprometido gerido por organizações independentes se expandiu de 54% para 80% e, em termos de número de instituições, de 63% para 85%. Já as organizações gestoras associadas a instituições financeiras apresentaram, no período, decréscimo de 38% para 16% em relação ao capital comprometido, e de 28% para 12% em termos de quantidade.

Quanto à origem, a participação das organizações gestoras nacionais permaneceu estável no período, representando 60% do capital comprometido ou 75% das organizações. A participação das organizações com origem nos Estados Unidos também apresentou redução de 31% para 18% em relação ao capital comprometido, e de 14% para 2% em relação ao número de instituições. Por sua vez, as organizações com origem na Europa apresentaram evolução de 3% para 9% em relação ao capital comprometido, e de 6% para 16% em termos de número de instituições.

No que tange ao fluxo de negócios, Carvalho; Gallucci Netto; Sampaio (2012, p. 11) reportam que o número de propostas de investimentos analisadas se expandiu de 840 para 1.681 por ano, muito embora a proporção de propostas que efetivamente tenham sido submetidas a um processo de *due diligence* tenha se reduzido de 17% para 5,5%, entre 2004 a 2009. Por outro lado, a proporção de companhias que foram submetidas a um processo de *due diligence* e que, cumulativamente, receberam investimentos se elevou significativamente de 25% para 54% no período. Ademais, houve redução, de 65% para 30% no período, do número de casos nos quais as organizações gestoras avaliaram a mesma proposta mais de uma vez. Esses dados sugerem, conforme os autores, que os gestores passaram por um processo de aprendizado e aprimoraram seu processo de seleção de investimentos. Em relação aos investimentos-anjo, contudo, ainda há amplo espaço para expansão da atividade no Brasil. A esse respeito, relatório da ABDI (2011, p. 158) destaca que:

A Inglaterra é o país mais maduro da Europa em investimento-anjo. Conta com 34 associações e mais de 5.000 investidores. Segundo dados da European Business Angel Network (EBAN), a Europa conta com 297 associações e mais 16.000 investidores-anjos.

Atualmente, existem quatro associações de investidores-anjos constituídas no Brasil: Bahia Anjos (BA), Floripa Angels (SC), Gávea Angels (RJ) – a mais antiga, criada em 2002 – e São Paulo Anjos (SP), totalizando 62 associados, 19 profissionais de apoio e um capital estimado de US\$ 9 milhões em junho de 2008. [...]

[...] O valor típico dos investimentos dos investidores-anjos no Brasil varia de US\$ 50 mil a US\$ 500 mil por empresa, podendo chegar a US\$ 1 milhão. Em junho de 2008, apenas quatro empresas figuravam no portfólio das associações de investidores-anjos brasileiras. [...] Por portfólio das associações de investidores-anjos entende-se o conjunto de empresas que foram investidas por seus membros por meio das reuniões das associações [...].

Mais recentemente, informações da associação Anjos do Brasil (2013) apontam que o investimento-anjo brasileiro apresentou um crescimento de 25% no período entre 2012 e 2013, atingindo o patamar de R\$ 619 milhões investidos (ou cerca de **US\$ 0,26 bilhão**³¹) por **6,5 mil investidores-anjo** em mais de **1.500 empresas**.

Todavia, apesar da expressiva evolução, os números também mostram o descompasso com a realidade do investimento-anjo nos Estados Unidos da América, onde foram

31 Cálculo efetuado com a utilização da cotação PTAX de venda para o dólar dos Estados Unidos na data de 31/dez/2013, equivalente a 2,3426 R\$/US\$.

investidos mais de **US\$ 22,9 bilhões** por **268 mil investidores-anjo** em **67 mil empresas** (SOHL, 2012). Assim, os números da Anjos do Brasil (2013) apontam que o investimento-anjo no Brasil representa, em valor, **apenas 1,2%** do existente nos EUA.

Na Europa, por sua vez, o investimento-anjo apresentou um desenvolvimento mais recente, sendo investidos, em 2013, € 5,5 bilhões (ou cerca de **US\$ 7,6 bilhões**³²) por **271 mil investidores-anjo** (EBAN, 2014). Mesmo assim, em termos de valor, o montante investido no Brasil é cerca de **apenas 3,5%** daquele investido na Europa³³.

Enfim, trata-se de índices que apontam não apenas a defasagem do Brasil em relação a outras economias no que se refere aos investimentos-anjo, mas sobretudo a possibilidade de expansão desse tipo de investimento no País.

6.2 A atuação do setor público brasileiro em *private equity* e *venture capital*

Quanto à atuação governamental sobre a indústria de capital empreendedor em geral, Ribeiro (2005) pondera que o Estado poderia exercer importante papel como gestor de *private equity*, e destaca que:

[...] devido ao importante impacto econômico-social do investimento em empreendedorismo e inovação, os governos sempre acabam tendo papel ativo no fomento da indústria de PE/VC ou na criação de condições necessárias para que a mesma floresça. Reconhecendo a importância estratégica do PE/VC, a OCDE (2002) recomenda a todos os países que forneçam suporte adequado ao desenvolvimento desta atividade (RIBEIRO, 2005, p. 22).

Não obstante, apesar do papel ativo desempenhado pelo governo no que se refere ao *private equity*, no caso brasileiro a indústria nasceu por consequência da iniciativa privada:

Segundo Dossani e Kenney (2002), a transferência de tecnologia de PE/VC tomou diversas formas. Em certos casos, o governo foi responsável por induzir e fomentar o crescimento da indústria (e.g. Taiwan e Índia). Em outros casos, a indústria nasceu por consequência da iniciativa privada (e.g. Israel e Brasil). No entanto, existem relatos de tentativas governamentais que fracassaram [...] (RIBEIRO, 2005, p. 22).

32 Cálculo efetuado com a utilização da cotação 1,3773 US\$/€, obtida a partir da relação entre as cotações PTAX de venda para o euro e para o dólar na data de 31/dez/2013.

33 Cálculo efetuado com a utilização da cotação PTAX de venda para o euro na data de 31/dez/2013, equivalente a 3,2265 R\$/€.

Por outro lado, o autor menciona que, em 2004, o governo brasileiro já fornecia apoio inegável ao *private equity*, embora a presença do Estado ainda fosse necessária para as empresas em estágios anteriores de desenvolvimento. Por outro lado, a instabilidade política das ações de apoio governamental seria um risco ao setor:

Hoje o governo tem dado apoio inegável ao setor de PE/VC, por meio do Projeto Inovar (de responsabilidade da Finep) e por meio das iniciativas do BNDES e do SEBRAE, entre outras. Finep e SEBRAE optaram por investir recursos em fundos de PE/VC geridos pela iniciativa privada. Assim, os recursos públicos ficam comprometidos em PE/VC por longos períodos [...].

Embora os órgãos públicos possam estabelecer ações de suporte à indústria de PE/VC, tais órgãos são dirigidos por profissionais indicados pelo governo. Isso implica que iniciativas bem-sucedidas podem ser descontinuadas no futuro, segundo a ideologia política e as prioridades do governo que vier a se instalar. Por exemplo, o BNDESPar teve suas atividades de investimento praticamente interrompidas entre os anos de 2002 e 2004 [...].

Um dos problemas da instabilidade política no apoio ao setor é a incerteza percebida [...]. Caso o governo venha a retirar apoios ou incentivos de forma abrupta, como foi a revogação da lei de incentivos fiscais, parcela dos gestores poderá ser obrigada a deixar o setor [...] O risco é ainda maior para aqueles que pretendem atuar com estágios anteriores do desenvolvimento. Neste nicho do mercado de PE/VC, o papel do governo ainda é bastante necessário (RIBEIRO, 2005, p. 45).

Mais recentemente, Ramalho (2010) realizou um estudo no qual são analisados tanto dados de uma amostra de 127 empresas de *private equity* e *venture capital*, na data de junho de 2008, como também informações diversas relativas à atuação do setor público, de forma a identificar se o governo brasileiro tem fornecido suporte ao segmento no contexto de uma política pública voltada à inovação.

De acordo com o autor, as duas únicas empresas que atuam diretamente como gestores (*general partner*) de *private equity* e *venture capital* são o BNDES e a Caixa Econômica Federal – CEF, muito embora o capital compromissado conjunto seja da ordem de apenas US\$ 0,5 bilhão, o que representaria 2% do total comprometido no País. No que se refere à CEF, Ramalho (2010, p. 464) aponta que, desde 2008, sua atuação decorreria dos investimentos efetuados em infraestrutura com recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FGTS, embora também possa atuar como mero investidor (*limited partner*) em firmas de *private equity* e *venture capital*.

Como investidor (*limited partner*), o BNDES teria investido, desde 1990, em 33 veículos de investimento (dos quais já teria ocorrido a saída total de 7 veículos) geridos por 23 empresas de *private equity* e *venture capital*, totalizando US\$ 2,5 bilhões de capital comprometido. Ademais, aponta que o BNDES criou um programa denominado Criatec, voltado ao segmento denominado *capital semente* (*seed capital*), o qual é administrado por uma empresa de *private equity* e *venture capital*. Os recursos do Criatec atingiam US\$ 60 milhões, 80% dos quais fornecidos pelo BNDES, e 20% pelo Banco do Nordeste do Brasil – BNB.

Ramalho (2010, p. 465) também destaca o papel da Financiadora de Estudos e Projetos – Finep que, em parceria com o Banco Interamericano de Desenvolvimento – Bid, criou em 2000 os programas Inovar, voltado para *start-ups* e pequenas e médias empresas, e Inovar Semente, direcionado ao segmento de capital semente. Menciona ainda que esses programas contaram não apenas com capital da Finep e do Bid, mas também com 13 outros investidores, constituídos principalmente por fundos de pensão. No período de 2001 a junho de 2008, a Finep comprometeu US\$ 130 milhões em 16 veículos de investimento, dos quais 13 no âmbito do programa Inovar e 3 no contexto do programa Inovar Semente, sendo esses veículos geridos por 10 firmas de *private equity* e *venture capital*. Os recursos comprometidos pela Finep podem atingir até 20% do total no programa Inovar, e 40% no programa Inovar Semente.

Ademais, a Finep teria realizado diversos fóruns no âmbito dos programas Inovar e Inovar Semente com o objetivo de fortalecer o espírito empreendedor nas *start-ups* e nas pequenas e médias empresas, preparando-as para receber investimentos de risco. Ramalho (2010, p. 468) menciona que a atuação da Finep contribuiu para a criação de uma cultura empreendedora, fornecendo apoio para 243 empresas altamente inovadoras, sendo 162 no âmbito do *Venture Forum*, 21 no *IPO Forum*, e 60 no *Seed Forum*.

Destaca ainda Ramalho (2010, p. 465) que o Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas – Sebrae é outra agência que investe em *private equity* e *venture capital*, e contribuiu para o programa Inovar desde seu início e, de 1999 até 2004, comprometeu capital em 8 veículos de investimento.

No total, o governo brasileiro teria investido, até 2008, em 40 veículos de investimento geridos por 28 firmas locais de *private equity* e *venture capital*. Não obstante, destaca que a ação pública também está presente por meio da atuação dos fundos de pensão, os quais geriam, à época, US\$ 271,7 bilhões. Conforme o autor, os maiores fundos são de empresas estatais, sendo que seus gestores atuam sob influência política, e seus principais executivos são escolhidos direta ou, por meio das empresas estatais, indiretamente pelo governo. Enfim, o valor comprometido em 2008 pelos fundos de pensão em *private equity* e *venture capital* representava 27% do total – sendo que os fundos de pensão nacionais comprometeram 24%, e os estrangeiros, 3% do total.

Ramalho (2010, p. 467) destaca ainda que, juntos, o BNDES e a Finep investiam, direta ou indiretamente, em 26% das empresas no País que receberam investimentos nas modalidades *private equity* e *venture capital*. Deve-se destacar, entretanto, que esse percentual refere-se meramente ao número de empresas, e não ao total financeiro dos recursos comprometidos.

Ao concluir, o autor menciona que muitos governos consideram que as políticas públicas voltadas à indústria de *private equity* e *venture capital* são chaves para estimularem a inovação e o empreendedorismo. Muito embora vários países tenham falhado em construir iniciativas desse tipo, muitos outros teriam sido bem-sucedidos.

Nesse contexto, o autor considera que o governo brasileiro tem efetivamente utilizado a indústria de *private equity* e *venture capital* no contexto de políticas públicas para a inovação e o empreendedorismo, e as principais instituições que promovem essas políticas são o BNDES e a Finep. O apoio tem sido fornecido para uma quantidade notável de firmas locais dessa indústria, e também tem ocorrido por meio das políticas de investimento dos fundos de pensão controlados direta ou indiretamente pelo Estado. Ramalho (2010, p. 470) menciona ainda que as políticas públicas têm sido direcionadas principalmente para a fase de levantamento de recursos, muito embora essa atuação também gere efeitos nas fases de investimento e de saída.

Ademais, o autor aponta que os efeitos das políticas públicas são notáveis, uma vez que, nos anos recentes, algumas empresas inovadoras financiadas por *private equity* e *venture capital* surgiram no País, como Submarino, DHC Outsourcing, Akwan, Allelyx, Buscapé, Lupatech, Bematech, Mandic BBS, GOL e DASA, apenas para citar alguns exemplos, e foram vendidas por firmas gestoras de capital de risco. Entre 2004 e junho de 2008, cerca de um terço dos IPOs no Brasil foram de empresas financiadas por essa modalidade de investimentos (representando US\$ 16,4 bilhões), o que seria uma evidência de que as políticas orientadas para a fase de levantamento de recursos também produziram consequências sobre a última fase, que é a de saída dos investimentos efetuados.

Ramalho (2010, p. 470) aponta também que o BNDES e a Finep, juntos, atuam em uma grande parcela do portfólio da indústria. Ademais, apresentam, em comparação com o restante do setor, uma grande atuação em empresas altamente inovadoras e em indústrias estratégicas e do setor de infraestrutura, e também têm aumentado o apoio ao levantamento de capital semente.

O autor pondera que o próximo passo seria no sentido de a CVM apresentar uma nova norma especificamente direcionada para beneficiar capital semente. Adicionalmente, o governo deveria considerar as políticas públicas já construídas como uma solução temporária a um setor em expansão. O objetivo do governo deveria ser direcionado ao fortalecimento das instituições privadas na atuação em todo o ciclo de *private equity*

e *venture capital*, de forma a assegurar equilíbrio econômico e a sustentabilidade da indústria no longo prazo.

6.3 O 2º censo brasileiro da indústria de *private equity* e *venture capital*

Em 2011, a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – ABDI publicou o relatório denominado “A Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* – 2º Censo Brasileiro”. A ABDI (2011, p. 9) menciona que se trata de obra “realizada pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI) e elaborada pelo Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP (GVcepe)”, sendo destacado “o apoio e auxílio de diversas organizações, bem como a dedicação incansável de uma equipe de pesquisadores, que identificou, colheu e analisou informações de mais de 180 organizações gestoras de PE/VC [*private equity/venture capital*] que atuam no Brasil”.

Consideramos ser este um importante estudo, disponível gratuitamente na rede mundial de computadores, que apresenta, de forma pormenorizada, informações diversas sobre capital empreendedor e sobre as características dessa indústria no País. Neste tópico, optamos por destacar algumas das várias informações disponíveis nesse censo.

6.3.1 Principais atores do segmento de *private equity* e *venture capital* no Brasil

O censo ABDI (2011) aponta os atores relevantes para o segmento, os quais podem ser divididos nos grupos *prestadores de serviços*; *entidades de representação, de apoio e de fomento não governamentais*; e *instituições de apoio e fomento governamentais*.

Dentre os *prestadores de serviço*, destacam-se os “escritórios de advocacia, auditoria, consultorias, bancos de investimento, butiques de assessoria financeira e fusões & aquisições, provedores de tecnologia” (ABDI, 2011, p. 78). Quanto às *entidades de representação, de apoio e de fomento não governamentais*, menciona-se a Associação Brasileira de *Venture Capital* e *Private Equity* – ABVCAP e o Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* – GVcepe, da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas – FGV-EAESP. Por sua vez, no grupo referente às *instituições de apoio e fomento governamentais* são mencionados a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – ABDI, a Financiadora de Estudos e Projeto – Finep, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas – Sebrae.

Além dessas entidades, são ainda mencionadas a Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores – ANPROTEC, que “representa os interesses

das incubadoras de empresas, parques tecnológicos e empreendimentos inovadores no Brasil” (ABDI, 2011, p.81) e a “Associação Brasileira de Promoção de Exportações e Investimentos – Apex-Brasil”, que busca “atrair para o país investimentos internacionais entre investidores e os fundos de participação e as empresas brasileiras atuantes no setor de PE/VC, [sendo que] a Apex-Brasil e a ABVCAP se uniram no Convênio ABVCAP/ Apex-Brasil” (ABDI, 2011, p.81).

6.3.2 Panorama da indústria e da estruturação das operações de *private equity* e *venture capital* no Brasil

Como panorama da indústria no País, o censo aponta a expressiva expansão dessa indústria no Brasil, cujos recursos administrados passaram do equivalente a 0,7% do PIB em 2005 para 2,3% do PIB em 2009:

No início de 2005 existiam 71 organizações gestoras com não mais do que US\$ 6 bilhões em veículos de investimento (fundos) de PE/VC, o equivalente a 0,7% do PIB. Ao fim de 2009, 144 gestores administravam compromettimentos de capital de US\$ 36,1 bilhões alocados ao Brasil, 2,3% do PIB. Essas organizações gestoras empregavam em torno de 1.593 profissionais, dos quais 2/3 detinham formação superior. Essas organizações possuíam participação acionária e realizavam governança ativa em 502 empresas, a maioria fechadas ou levadas à abertura de capital em bolsa por aqueles gestores de PE/VC (ABDI, 2011, p. 30).

No contexto dessa evolução, o censo subdivide a atuação da indústria em dois ciclos, conforme o aprimoramento do ambiente regulatório local:

Podemos dividir as estruturas dos veículos de investimentos de PE/VC no Brasil em dois ciclos. O primeiro foi o período anterior à criação de um ambiente regulatório com foco exclusivo em investidores de PE/VC.

O segundo período é posterior à criação de referido ambiente regulatório – Instrução CVM 209/94, que dispõe sobre os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) e Instrução CVM 391/2003, que dispõe sobre os Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e Instrução CVM 462, sendo certo que o grande impulso aconteceu com a promulgação da Lei nº 11.312/2006 que reduziu a zero a alíquota de imposto de renda sobre os ganhos auferidos por investidores nos FMIEEs e FIPs (ABDI, 2011, p. 85).

O censo menciona, ainda, que a indústria brasileira de *private equity* e *venture capital* investe em empresas nos mais variados estágios de desenvolvimento. Os aportes de

capital são direcionados desde a “empreendimentos na fase inicial de sua existência, usualmente baseados em grandes inovações, em tecnologias avançadas, com modelos de negócios que requeiram grandes ajustes, times empreendedores em formação, e alto potencial de crescimento” (ABDI, 2011, p. 31) – os quais compreendem o segmento de *venture capital* nas modalidades *seed*, *early stage* e *later stage* – até a empresas que já estejam consolidadas, mas que necessitam de aportes de recursos para expandir seu crescimento por meio, por exemplo, de “reposicionamento estratégico, revisão ou reconcepção do modelo de negócios, obtenção de ganhos de escala e de produtividade, que se traduzem em maiores resultados por unidade de capital investido” (ABDI, 2011, p. 32), aspectos característicos dos investimentos da modalidade *private equity*. O censo ressalva, contudo, que ainda são raras as operações de *leveraged buyouts*, modalidade alavancada de investimento em participações na qual as aquisições são financiadas mediante elevadas parcelas de dívidas seniores e subordinadas.

Quanto à estruturação das operações, destaca-se que, no primeiro ciclo, eram utilizadas essencialmente *holdings*, ao passo que, no segundo, os Fundos de Investimento em Participações – FIPs foram priorizados:

A estruturação de operações de investimento tem, via de regra, dois principais pontos de partida, a saber (i) qual a melhor estrutura que garanta segurança jurídica ao negócio; e (ii) qual a estrutura mais eficiente para o negócio do ponto de vista financeiro-tributário.

À medida que grande parte dos investidores de PE/VC está sediada no exterior, a estrutura utilizada pelos gestores dos veículos de PE/VC para a captação dos recursos busca criar um ambiente favorável para tais investidores.

As estruturas do primeiro ciclo consistiam na criação de um veículo de investimento de PE/VC localizado em uma jurisdição estrangeira. Os direitos e deveres dos investidores estão normalmente descritos em um documento denominado partnership agreement, igualmente regido por lei estrangeira. [...] Na ponta do investimento, o veículo localizado no exterior faria então um investimento em uma sociedade brasileira, fosse ela a própria sociedade-alvo do negócio (i.e. empresas investidas) ou uma sociedade holding (i.e. veículos que investirá nas empresas alvo do negócio). Do ponto de vista de atratividade do negócio para o investidor, os general partners incluíam em suas modelagens para o negócio que na saída do investimento haveria o pagamento de imposto de renda sobre o eventual ganho de capital na operação a uma alíquota que podia variar de 15 a 25%, dependendo da jurisdição em que o veículo de investimento estiver localizado (EMPEA e Coller Capital, 2010).

[...]

[No segundo ciclo] o que deu o grande impulso à criação de fato de estruturas locais no modelo CVM foi o benefício fiscal trazido pela Lei nº 11.312/2006, observados os requisitos estabelecidos na lei. Somente depois de a lei ter sido sancionada é que as estruturas locais passaram a ser utilizadas em maior escala. Outro importante motivador foi o ajuntamento dos veículos CVM às necessidades e requisitos para investimento dos Fundos de Pensão. Investidores locais passaram efetivamente a realizar os investimentos por meio de FIPs, daí para frente.

A contínua utilização dos FIPs como veículos dos investimentos não representou um completo abandono do modelo anteriormente citado. Muitas organizações gestoras ainda utilizam o modelo do primeiro ciclo, com estrutura sediada no exterior, compromissos de aportar capital e relacionamento entre o general partner e os limited partners regidos pelo partnership agreement.

O modelo é utilizado, principalmente, para acomodar investidores estrangeiros que ainda preferem a segurança e o modelo tributário de jurisdições a que eles e seus limited partners estejam acostumados, sendo o FIP utilizado nesses casos como veículo para o investimento local.

Já se verifica neste ano que o maior volume de investimentos de PE/VC no Brasil e o aumento do número de organizações gestoras presentes no país, especialmente locais, tendem a tornar o modelo CVM predominantemente na indústria de PE/VC Brasileira (ABDI, 2011, p. 84; 86).

No que se refere à utilização de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEEs e Fundos de Investimento em Participações – FIPs, o censo destaca a utilização, na maior parte das vezes, da segunda modalidade:

Tanto o FIP é mais apropriado para investimentos em PE/VC que os registros da CVM indicam 275 fundos constituídos nesta modalidade, ao passo que existem apenas 29 FMIEEs a despeito da regulamentação relativa a este fundo ser mais antiga. Note que nem todos FIPs registrados na CVM são considerados veículos de investimento de PE/VC, pois esses são constituídos para estruturar um negócio apenas do ponto de vista tributário (ex. aquisições, reorganização societária, venda de participações, IPO, etc.). Muitas vezes isto é indicado pela presença de apenas um investidor naquela estrutura, sendo confirmado ainda mais pela presença, muitas vezes, de

apenas uma empresa investida na qual se investiu todo o capital comprometido (ABDI, 2011, p. 89).

A estrutura legal dos veículos de investimento no Brasil é apresentada na tabela a seguir:

Tabela 1 Estrutura legal dos veículos de investimento.³⁴

Estrutura Legal	Número de Veículos	Comprometimentos (US\$ bilhões)	Número de Veículos	Comprometimentos (US\$ bilhões)	Número de Veículos	Comprometimentos (US\$ bilhões)
	2004		2008		2009	
Limited Partnership	29	3,45	45	9,06	63	13,41
FMIEE (CVM 209)	21	0,17	26	10,39	34	0,58
FIP (CVM391)	11	0,62	37		67	5,96
CVM 302 e 409	12	0,5	9		9	0,65
CVM 398	-	-	1		1	0,01
Empresa de participações (holding)	20	0,52	31	0,53	31	0,85
Investimento Direto	-	-	13	4,53	16	5,06
Divisão de empresa não-financeira	2	0,31	4	0,27	3	0,35
Outros	2	0,01	15	1,87	15	2,06
Total	97	5,6	181	26,6	239	28,9

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC *apud* ABDI (2011, p. 134).

6.3.3 Aspectos tributários e regulatórios relevantes e propostas de alterações de aspectos do direito societário

No que se refere aos aspectos tributários, destaca-se a relevância da promulgação da Lei nº 11.312, de 2006, que reduziu a zero a alíquota de imposto de renda sobre os ganhos auferidos por investidores nos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEEs e nos Fundos de Investimento em Participações – FIPs.

O censo menciona, a propósito, a maior utilização dos Fundos de Investimento em Participações – FIPs em razão da significativa redução do impacto fiscal para investidores internacionais quando comparado à estrutura tradicional de *holding*, bem como apresenta tabela comparativa da tributação em cada uma dessas alternativas.

Ademais, o censo ABDI (2011, p. 140-143) destaca que o mercado de *private equity* e, sobretudo, de *venture capital*, é substancialmente afetado pelos retornos que podem proporcionar, causando demasiada elasticidade na curva de oferta, de maneira que questões de ordem tributária e regulatória podem afetar consideravelmente o desenvolvimento do setor.

34 Distribuição dos veículos de investimentos segundo a estrutura legal utilizada. Valores reportados em reais foram convertidos em dólares, usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Central. Em relação a 2009, as respostas foram fornecidas por 239 veículos (94% do universo) que possuem US\$ 35,1 bilhões de capital comprometido (97% do universo) (ABDI, 2011, p. 134).

Tabela 2 Estrutura dos FIPs e *holdings* quanto a aspectos tributários.

	FIP	HOLDING
Regulamentação	CVM	Lei das S/As
Registro	Resolução CMN 2689/00, Instrução CVM 391/03	Lei nº 4.131
IOf	2% na entrada (inflows); 0% na distribuição de dividendos ou redenções parciais ou totais (outflows)	3x 0,38% sobre Investimentos diretos estrangeiros, distribuições de dividendo ou repatriação de capital
IRRF sobre Ganhos de Capital (para veículo de Investimento)	0% IRRF sobre ganho de capital na venda de ações de empresas do portfólio de investimentos do FIP	34% IRRF sobre ganhos de capital na venda de participações acionárias detidas pela Holding
IRRF sobre Ganhos de Capital (para Investidores Brasileiros)	15% IRRF devido somente quando da redenção das cotas do FIP	20% IRRF
IRRF sobre Ganhos de Capital (para Investidores Internacionais)	0% IRRF para Investidores Internacionais detentores de menos de 40% das cotas do FIP; 15% IRRF em casos de concentrações maiores de cotas	15% IRRF
Dividendos	Isento	Isento

Fonte: ABDI (2011, p. 76).

O censo ABDI (2011, p. 141) aponta ainda que a redução da tributação sobre ganhos de capital acarretaria efeitos benéficos tanto sob o ponto de vista da oferta como da demanda, os quais seriam mais pronunciados para os primeiros estágios de *venture capital*, inclusive gerando reflexos sobre a motivação para a implantação de atividades empreendedoras, com potencial aumento de novos projetos disponíveis no mercado:

Diversos fatores influenciam diretamente o processo de captação de recursos [...]. O preço, nesse mercado, é estabelecido de acordo com a taxa de retorno esperada do investimento a ser realizado, assim grandes expectativas de retorno levam a um maior desejo dos investidores em prover capital para investimento (Clifford Winston, 1998).

A curva de demanda para esse mercado é afetada, basicamente, pela oscilação do preço, sendo que uma elevação do preço representa uma queda na quantidade de empresas dispostas a receber tal investimento, devido à menor quantidade de projetos que cumpram tal limite inferior de rentabilidade esperada. A oferta de capital para investimento em PE/VC, sendo mais evidente o caso de VC, é quase plana e muito elástica, visto que existem outras modalidades de investimentos que podem vir a apresentar melhor custo-benefício entre retorno e risco (Scholes, 1972). Todavia não há um ativo que substitua perfeitamente o investimento em PE/VC, motivo pelo qual a oferta pelo mesmo não é perfeitamente horizontal. Em relação à elasticidade pode-se inferir

que uma pequena variação do preço, expectativa de retorno, acarreta em uma grande variação na quantidade de capital ofertada para tal investimento.

Os impostos são um capítulo à parte e bastante complexo, mas, de uma forma geral, sendo o retorno auferido pelo investidor de PE/VC tributável, o principal substituto para tal modalidade seriam, em tese, e considerando-se retornos esperados equivalentes, os investimentos não tributáveis, principalmente em países com uma carga tributária sobre as empresas muito elevada, como o Brasil (PORTEBA, 1989). Não é fácil, contudo, para outras classes de ativos alternativos auferir os mesmos retornos elevados do Private Equity. Por vezes estes ativos oferecem, contudo, uma combinação de retorno ajustado ao risco, onde apesar de retornos potencialmente inferiores aos do PE/VC, quando ajustados ao seu menor risco tornam-se ativos interessantes e passam a competir em mesmas bases pela atração deste capital.

Os impostos cobrados sobre o ganho de capital são responsáveis por deslocamentos da curva de oferta; assim uma redução de sua alíquota acarretaria aumento da quantidade ofertada, deslocando-se a curva de oferta para baixo.

Além disso, a redução nos impostos sobre ganhos de capital (e no Brasil, não só sobre ganhos de capital dada a enorme porcentagem de impostos indiretos) também afetaria a curva de demanda, principalmente para os primeiros estágios de VC, pois os indivíduos tornar-se-iam motivados para iniciar atividades empreendedoras e, conseqüentemente, melhores projetos estariam disponíveis no mercado (Gompers e Lerner, 2004). Dessa forma, pode-se concluir que a queda dos impostos incidentes sobre os ganhos de capital é benéfica para a indústria de PE/VC, tanto para os casos nos quais os investidores são isentos de tributos quanto para investidores sensíveis a impostos, pois nos dois casos a demanda seria maior. Ironicamente, quando da publicação deste trabalho o Brasil estava implantando algumas alterações fiscais com impacto relevante para a indústria de PE/VC. No intuito de restringir o fluxo de entrada de dólares para investimentos no país, e com isto segurar a valorização do real, instituiu-se um aumento do imposto sobre operações financeiras (IOF) de 2% para 4% incidente sobre operações do mercado financeiro e também do Mercado de Capitais, e com isto, afetando os investimentos de PE/VC e a economia real. Rapidamente o governo identificou o problema da medida implantada que, com o objetivo de atuar em cima de uma questão macroeconômica estaria prejudicando microeconomicamente o setor, e reviu sua decisão anterior. (ABDI, 2011, p. 140-141).

Além do aspecto tributário, o censo ABDI (2011, p. 141) ressalta a importância na alteração regulatória promovida pelo Conselho Monetário Nacional – CMN que, no ano de 2009, expandiu de 2% para 20% o limite máximo de recursos que os fundos de pensão brasileiros podem aplicar em *private equity* e *venture capital*, potencializando assim o processo de procura dos fundos de pensão por investimentos nessa classe de ativos.

Enfim, o censo destaca a importância das reformas regulatórias e das políticas públicas para a indústria de Capital empreendedor, as quais apresentariam grande influência na captação de recursos para *private equity* e, sobretudo, para *venture capital*, sendo ressaltado que devido à “melhoria das condições de atratividade para a constituição de novas empresas e novos modelos de negócios, incluindo a adoção de novas tecnologias, torna-se ainda mais necessário adotar regulamentação e políticas públicas que favoreçam o desenvolvimento da indústria de PE/VC” (ABDI, 2011, p. 143).

Quanto a aspectos do direito societário, o censo ABDI (2011, p. 86-87) aponta iniciativas, pelas organizações gestoras, no sentido da celebração de acordos de acionistas, de forma a ampliar os direitos dos acionistas minoritários nas empresas investidas:

Apesar da crescente atuação dos veículos de PE/VC no Brasil, seja por meio de investimentos estrangeiros diretos ou por meio da constituição de veículos de investimentos locais, é importante notar que não há, na legislação brasileira, qualquer diferenciação entre os direitos e prerrogativas de veículos de PE/VC e os demais acionistas e/ou quotistas minoritários das sociedades brasileiras. Assim sendo, investimentos minoritários por parte de veículos de PE/VC nas empresas do portfólio dos fundos gozariam, em princípio, apenas dos direitos atribuídos pela legislação brasileira aos acionistas e quotistas minoritários. Além disso, a aquisição de participação em companhias abertas brasileiras não garante aos veículos de PE/VC especialmente qualquer privilégio adicional, além daqueles estabelecidos na Lei das S.A. (Lei nº 6.404/76, reformada pela Lei nº 9.457/97, pela Lei nº 10.303/01, pela Lei nº 11.638/07 e pela Lei nº 11.941/09) e na regulamentação da CVM, que são sempre estabelecidos em função da porcentagem da participação detida no capital social da sociedade, e não em relação ao tipo de acionista minoritário detentor de tal participação.

Sendo assim, a forma mais comumente adotada pelas organizações gestoras de PE/VC para obter direitos diferenciados nas sociedades em que investem – tais como o direito de influenciar na administração, veto em determinadas deliberações, tag along, drag along etc – é por meio de celebração de Acordos de Acionistas (e/ou de Quotistas) com os acionistas controladores de tais sociedades.

O censo ABDI (2011, p. 99) apresenta também o que considera serem as principais inovações para o futuro no que se refere ao direito societário:

Possibilidade de Desenvolvimentos Jurídicos no Futuro

Com base em exemplos concretos de discussão do exercício dos direitos de acionistas minoritários em companhias brasileiras, identificamos algumas ideias de alterações legislativas que podem ser importantes para fortalecer o conjunto de direitos a acionistas minoritários:

- (i) *Admissão de ações ordinárias de classes diferentes em companhias abertas. Esse mecanismo possibilitaria aos veículos de PE/VC subscrever ações ordinárias de uma classe especial em companhias abertas com direitos especiais, mesmo sem que essa classe de ações detenha a maioria dos votos;*
- (ii) *Admissão de voto plural. Com esse tipo de voto é possível estruturar arranjos societários nos quais um acionista tem mais votos que outro independentemente da participação no capital social;*
- (iii) *Incremento dos poderes da CVM, de forma a possibilitar a intervenção e prevenção de atos societários lesivos aos minoritários ou violadores de Acordos de Acionistas ou de disposições legais. Atualmente os poderes da CVM são restritos em termos de interferência em atos de acionistas; e*
- (iv) *Reconhecimento expresso pelo Código Civil Brasileiro de direitos tipicamente negociados nos investimentos de PE/VC, tais como: tag along e drag along rights, registration rights, e forced sale/liquidation rights.*

6.3.4 Capital comprometido em *private equity* e *venture capital* no Brasil

No que se refere ao capital comprometido pela indústria de *private equity* e *venture capital*, observa-se a seguinte subdivisão, no qual se destaca que sua ação é voltada predominantemente a setores tradicionais:

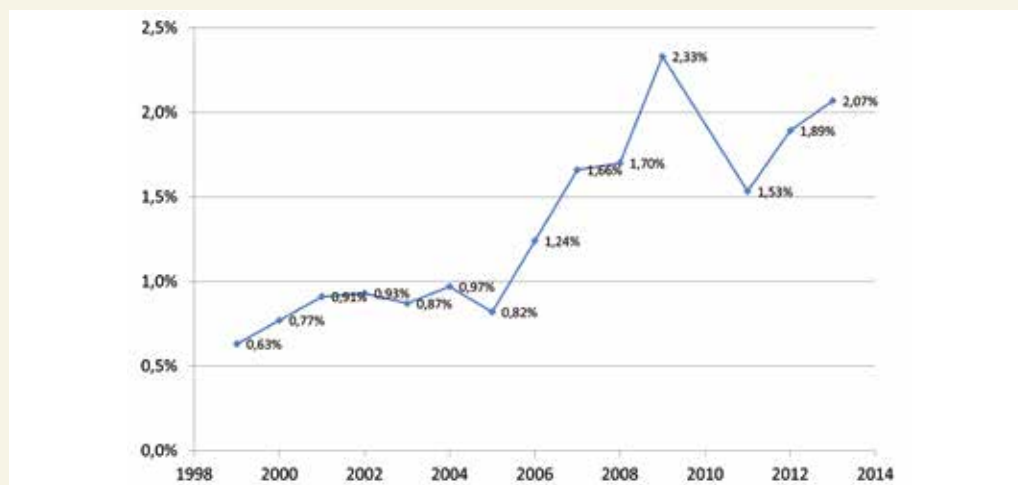
Tabela 3 Capital comprometido alocado ao Brasil pela indústria de PE/VC.³⁵

US\$ Mil	Privado	Público	Total	%
2009				
Tradicional	27.169	935	28.104	78
Corporate Venture	350	-	35	1
Infraestrutura	3.955	-	3.955	11
Imobiliário	2.734	-	2.734	8
Florestal	970	-	970	3
Total	35.178	935	36.113	100

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas *apud* ABDI (2011, p. 133).

Quanto à já mencionada expansão recente dos capitais comprometidos em *private equity* e *venture capital* no Brasil, é ilustrativo apresentar o gráfico a seguir, que mostra, para o período de 1999 a 2009, o percentual de capital comprometido no Brasil em relação ao PIB:

Gráfico 1 Evolução do capital comprometido alocado ao Brasil como percentual do PIB para o período de 1999 a 2013.



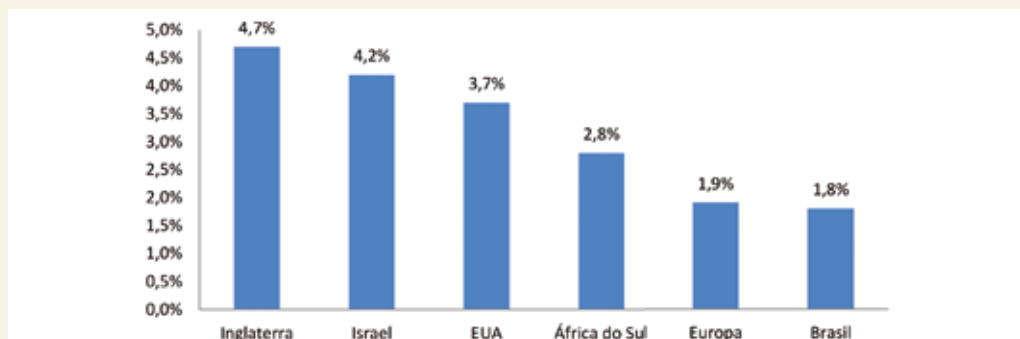
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro PE/VC *apud* ABDI (2011, p. 148) e KPMG; ABVCAP (2014), com elaboração própria para os anos de 2011 a 2013, nos quais foi utilizado o valor do PIB fornecido pela série temporal n° 1207 divulgada pelo Banco Central do Brasil.

Apesar da expressiva evolução recente, o censo ABDI (2011, p. 146) aponta que o índice referente ao capital comprometido em relação ao PIB observado em 2008 no Brasil, de 1,8%, era “praticamente a metade da média mundial de 3,7%. Nos Estados Unidos e na Inglaterra, dois países com décadas de tradição em *private equity* e *venture capital*, a proporção do capital comprometido em relação ao PIB equivale a 3,7% e 4,7% respectivamente”.

35 Capital comprometido alocado ao Brasil em dezembro de 2009 sendo esse o somatório da modalidade Tradicional, Infraestrutura, Imobiliário e Florestal. Respostas fornecidas por 144 Organizações Gestoras e 252 Veículos de Investimentos. Valores reportados em reais foram convertidos em dólares usando a cotação média anual do Banco Central.

A comparação com os números existentes em outros países é apresentada no gráfico a seguir:

Gráfico 2 Percentual do capital comprometido em relação ao PIB em 2009.

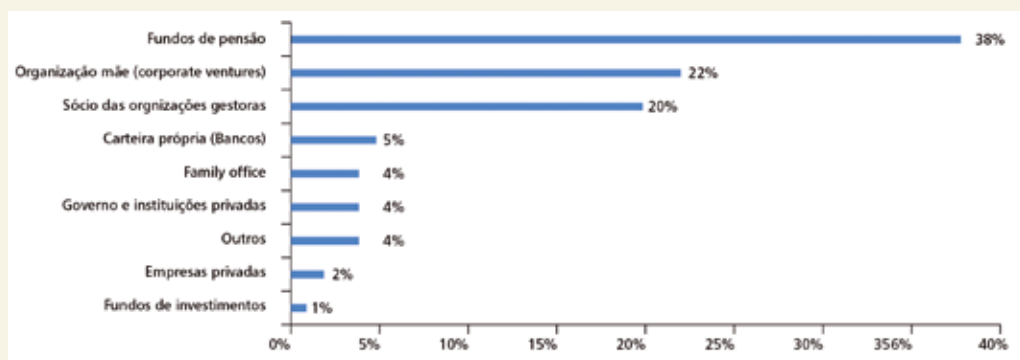


Fonte: National Empowerment Fund (2008) e Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas *apud* ABDI (2011, p. 147).

6.3.5 Origem e destinação do capital comprometido no Brasil

No que se refere à origem do capital comprometido dentre os investidores locais, observa-se a clara predominância dos fundos de pensão:

Gráfico 3 Representatividade dos investidores locais em *private equity* e *venture capital*.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas *apud* ABDI (2011, p. 151).

Quanto à destinação dos recursos comprometidos, o censo ABDI (2011, p. 191) apresenta números que podem dar uma dimensão da estratificação observada no Brasil. Esses números foram obtidos a partir de uma amostra de 95 investimentos realizados no ano de 2009 por organizações gestoras privadas, que são compostos por 71 investimentos novos e 24 na modalidade *follow-on*, ou seja, subsequentes a investimentos iniciais

anteriores. Pode-se mencionar, a propósito, que, em 2009, os investimentos totais realizados pela indústria corresponderam a 0,17% do PIB.

Enfim, os números observados na amostra estão apresentados na tabela a seguir. Observa-se que o estágio *private equity* representa, em valor, mais de dois terços do capital investido da amostra (mais precisamente, 72% do total da amostra de 95 negócios investidos em 2009).

Tabela 4 Valor de investimentos por estágio no âmbito da amostra de 95 investimentos realizados em 2009 por organizações gestoras privadas

	Novos investimentos	Investimentos totais (novos investimentos + <i>follow-on</i>)
<i>Private equity</i>	67%	72%
<i>Venture capital (early and later stage)</i>	3%	7%
<i>Seed / start-up</i>	9%	7%
<i>Greenfield</i>	4%	6%
<i>Mezanino</i>	8%	3%
<i>PIPE (private investment in public equity)</i>	6%	3%
<i>Distressed</i>	3%	2%

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas *apud* ABDI (2011, p. 191-193).

Quanto ao valor médio dos investimentos realizados na amostra por tipo de estágio de desenvolvimento da empresa investida, obtém-se a seguinte tabela:

Tabela 5 Valor médio dos investimentos por estágio de desenvolvimento da empresa investida em uma amostra de 77 investimentos realizados no ano de 2009.

	Tíquete médio (US\$ milhões)	Número de investimentos
<i>Seed / start-up</i>	0,4	12
<i>Venture capital</i>	4,4	22
<i>Greenfield</i>	46,6	6
<i>Mezanino</i>	50,2	4
<i>Distressed</i>	64,4	1

	Tíquete médio (US\$ milhões)	Número de investimentos
<i>Private equity</i>	73,4	30
<i>PIPE (private investment in public equity)</i>	91,8	2

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas *apud* ABDI (2011, p. 192).

6.3.6 Distribuição regional dos investimentos em *private equity* e *venture capital* no Brasil

Um aspecto importante a ser destacado refere-se à disparidade geográfica das empresas investidas em dezembro de 2009. A tabela a seguir mostra a grande concentração de investimentos em empresas localizadas na região Sudeste³⁶:

Tabela 6 Distribuição geográfica das empresas em portfólio de investimentos (estoque existente em dezembro de 2009)

	2004		2009	
	Número de empresas	(participação percentual)	Número de empresas	(participação percentual)
Sudeste	195	64,1%	387	80,0%
Sul	83	27,3%	54	11,2%
Nordeste	16	5,3%	30	6,2%
Centro-Oeste*	8	2,6%	6	1,2%
Norte	*nd	*nd	*nd	*nd

Fonte: ABDI (2011, p. 202-203).

*Não disponível.

6.3.7 A atuação dos *business angels* no Brasil

O relatório destaca que, embora não sejam considerados como instituições gestoras, os investidores-anjo são atores relevantes na indústria de *private equity* e *venture capital*. Contudo, são um importante componente da cadeia de valor do capital empreendedor, e constituem o elo inicial para os investimentos em capital semente e em *start-ups*. O censo aponta que esses investidores são indivíduos com larga experiência executiva e que muitas vezes já passaram por processos completos de investimento e desinvestimento de um veículo de *private equity* ou *venture capital*. Assim, contribuem com capital, conhecimento e, acima de tudo, relacionamentos para a empresa investida.

36 Na tabela apresentada pelo censo ABDI (2011, p. 202-203), não é possível a visualização dos totais correspondentes à região Norte. Ademais, a tabela não apresenta os números referentes ao estado de Mato Grosso.

Quanto aos investimentos-anjo, o censo da ABDI (2011, p. 158) destaca ainda as seguintes informações, ressaltando que o governo, por meio da Finep, vem desenvolvendo formas de apoio a esse tipo de investidor no Brasil:

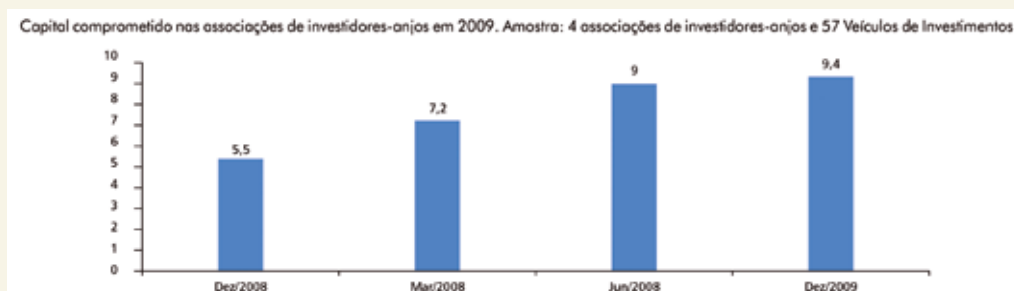
A Inglaterra é o país mais maduro da Europa em investimento-anjo. Conta com 34 associações e mais de 5.000 investidores. Segundo dados da European Business Angel Network (EBAN), a Europa conta com 297 associações e mais 16.000 investidores-anjos.

Atualmente, existem quatro associações de investidores-anjos constituídas no Brasil: Bahia Anjos (BA), Floripa Angels (SC), Gávea Angels (RJ) – a mais antiga, criada em 2002 – e São Paulo Anjos (SP), totalizando 62 associados, 19 profissionais de apoio e um capital estimado de US\$ 9 milhões em junho de 2008. Apesar de essas organizações se apresentarem como tal, cada um dos 62 associados em suas organizações decide individualmente se deseja entrar ou não em uma oportunidade de investimento após as análises e apresentações iniciais em grupo. Desta forma, quanto à decisão do investimento, estes indivíduos participam diretamente no capital das empresas selecionadas. Não existe uma entidade investidora que represente toda a associação como é caso das organizações gestoras de PE/VC.

Algumas novas iniciativas estão surgindo no país, no bojo de importantes políticas públicas para desenvolvimento de redes de investidores-anjos. A FINEP vêm desenvolvendo e implementando formas de apoio do Governo Federal ao fomento desta indústria no Brasil. O valor típico dos investimentos dos investidores-anjos no Brasil varia de US\$ 50 mil a US\$ 500 mil por empresa, podendo chegar a US\$ 1 milhão. Em junho de 2008, apenas quatro empresas figuravam no portfólio das associações de investidores-anjos brasileiras. [...] Por portfólio das associações de investidores-anjos entende-se o conjunto de empresas que foram investidas por seus membros por meio das reuniões das associações [...] (ABDI, 2011, p. 158).

Sobre o tema, o relatório ABDI (2011, p.159) apresenta uma estimativa dos valores comprometidos por meio de investidores-anjo. Destaca-se, entretanto, que se trata de mera estimativa, uma vez que não há comprometimento formal dos associados no sentido da realização de investimentos em questão:

Gráfico 4 Estimativa de capital comprometido nas associações de investidores-anjo (US\$ milhões).



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas *apud* ABDI (2011, p. 159).

6.3.8 Mecanismos de saída

No que se refere aos mecanismos de saída dos investimentos, pode-se destacar as seguintes denominações apresentadas por Ribeiro (2005, p. 120):

Saída: Etapa final do ciclo de investimento em PE/VC, quando a participação detida em uma empresa é revendida. A saída se dá por um dos seguintes mecanismos: IPO, venda estratégica (trade-sale), recompra pelo empreendedor ou pela equipe gestora (buyback), venda para outro investidor (secondary sale) e liquidação (write-off). As saídas podem ser parciais, como no caso de IPOs, ou totais, como no caso de venda estratégica e liquidação. Nos casos de buyback e secondary sale, as saídas podem ser tanto totais quanto parciais.

Menciona ainda Ribeiro (2005, p. 83) que trade sale é a “venda da totalidade da participação para um comprador estratégico”, geralmente “um grupo industrial interessado em integrar a empresa verticalmente ou horizontalmente”.

Assim, o censo ABDI (2011, p. 213) apresenta a tabela reproduzida abaixo, que aponta a relevância do secondary public sale e dos trade sales, em uma amostra de 188 desinvestimentos, dos quais 137 foram totais e 51, parciais:

Tabela 7 Saídas de negócios por mecanismos de saída em uma amostra de 188 desinvestimentos (em US\$ milhões).³⁷

Mecanismo de Saída	2005	2006	2007	2008	2009
IPO	0	380	130	0	273
Secondary Public Sale	180	484	336	228	772
Trade Sale	2	9	104	338	1.825
Secondary Private Sale	0	0	4	3	13
Buyback/Amortização	13	14	2	97	20
Write-off	0	1	0	0	59
TOTAL	195	888	576	666	2.962

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas *apud* ABDI (2011b, p. 199).

6.3.9 Origem e afiliação das organizações gestoras

No que se refere às organizações gestoras, observa-se que 50% são brasileiras, quando a mensuração é efetuada em relação ao capital comprometido, como mostra a Tabela 8:

Tabela 8 Origem das organizações gestoras – Dados de 2009 com amostra de 140 organizações gestoras.

Origem dos recursos	Número de Organizações	Porcentagem	2004		2009		Porcentagem	
			Comprometimento (US\$ bilhões)	Porcentagem	Número de Organizações	Comprometimento (US\$ bilhões)		
Brasil	53	74,7%	3,54	63,4%	102	73%	21,5	61%
América Latina	-	-	-	-	3	2%	0,4	1%
Estados Unidos	10	14,1%	1,76	31,5%	22	16%	6,6	19%
Europa	4	5,6%	0,19	3,4%	7	5%	3,3	9%
Outros	4	6%	0,09	1,6%	6	4%	3,3	9%
Total	71	100,0%	5,58	100,0%	140	100%	35,1	100%

Fonte: ABDI (2011b, p. 144).

37 Valor de saídas realizadas anualmente segundo o mecanismo de saída. A amostra inclui 151 desinvestimentos (107 totais e 44 parciais) de 2005 – 2008 e 37 desinvestimentos (30 totais e 7 parciais) em 2009 com informação sobre os respectivos mecanismos de saída (ABDI, 2011, p. 213)

Tabela 9 Afiliação das organizações gestoras.

Afiliação	Número de Organizações	Comprometimento (US\$ bilhões)	Número de Organizações	Comprometimento (US\$ bilhões)	Número de Organizações	Comprometimento (US\$ bilhões)
	2004		2008		2009	
Organizações Independentes	45	3	107	20,5	116	29
De capital fechado	45	3	100		109	26
De capital aberto	-	-	7		7	3
Instituições Financeiras	20	2,1	15	5,3	16	5,8
Grupos industriais (Corporate Ventures)	4	0,3	3	0,5	2	0,4
Sector Público	2	0,2	2	0,4	2	1
Total	116	5,6	127	26,7	144	36,1

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas *apud* ABDI (2011, p. 137).

6.3.10 A atuação do setor público

Deve-se destacar a participação atual do setor público tanto como investidor direto ou indireto em *private equity* e *venture capital* no Brasil. Apesar de sua participação como *gestor direto* ser reduzida (menos de 3% do total comprometido), o relatório ABDI (2011, p. 136) aponta que seu papel é “relevante como investidor em diversos veículos geridos por organizações gestoras independentes”, mencionando, por exemplo, as atuações do BNDES, Finep e Sebrae:

O governo brasileiro tem apresentado papel fundamental na Indústria de PE/VC a partir de alguns de seus veículos e instrumentos de política pública. Deste modo, pode-se destacar o grande volume de recursos alocados nos últimos anos pelo BNDES, a partir de sua subsidiária, a BNDESPar, e pelo programa de apoio ao capital semente CRIATEC, pela FINEP, com o Programa Inovar/Inovar Semente, juntamente com os Fóruns FINEP, e pelo SEBRAE. [...]

No total, o governo brasileiro investiu em mais de 40 veículos de investimento pertencentes a 28 organizações gestoras, o que corresponde a 20% do total dos veículos da indústria em junho de 2008 (Ramalho, 2010). Ainda de acordo com Ramalho (2010), o investimento do governo brasileiro em PE/VC faz parte de um esforço nacional que se acelerou nos anos 2000, alavancado pela estabilização e crescimento econômicos (ABDI, 2011, p. 186-187).

O censo destaca ainda a forma de atuação do setor público, tanto como gestor (no qual a participação é mais reduzida) quanto como investidor:

É possível verificar que apesar das ações do governo brasileiro se concentrarem mais na fase de captação dos fundos, elas se mostram capazes de impactar positivamente todo o ciclo. [...].

Apesar do significativo crescimento da indústria local de PE/VC, o papel do setor público como gestor de PE/VC diretamente não é quantitativamente significativo. A BNDESPar é um braço de uma instituição pública de PE/VC que atua como organização gestora de PE/VC numa de suas unidades organizacionais, possuindo um capital comprometido de US\$ 0,935 bilhões, 2,6% do capital comprometido da indústria.

Por outro lado, a participação do setor público Brasileiro como investidor tem se mostrado de extrema importância para o fomento e desenvolvimento da indústria de PE/VC. A percepção de que start-ups inovadoras e de que as MPMEs não encontravam mecanismos adequados para financiar seu crescimento no sistema tradicional de financiamento levou a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), em parceria com o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), criar o programa INOVAR em 2000 e o INOVAR SEMENTE em 2006. Desde então a FINEP está alocando cada vez mais recursos nos veículos de investimentos sob o controle do INOVAR e INOVAR SEMENTE. O Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) é outra agência governamental que investiu em PE/VC, fomentando o empreendedorismo e desenvolvendo as MPMEs. [...]

Além do capital comprometido pelas agências governamentais e pelos bancos estatais, a política pública de investimento em PE/VC também está presente nos fundos de pensão estatais, com destaque para o maior fundo de pensão do Brasil, a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI). Eles representam uma importante fatia do capital comprometido, e desempenham um papel crucial na indústria brasileira de PE/VC, principalmente se observarmos o capital comprometido dos veículos de investimento que utilizam estrutura legal CVM para seus investimentos.

Desse modo, as políticas públicas de incentivo ao PE/VC geram resultados positivos e suprem parte da demanda de financiamento que se tem no país, sendo, por vezes, a única alternativa de financiamento sustentável para as start-ups e as micro, pequenas e médias empresas (MPMEs), que apresentam modelos de negócios compatíveis com os requisitos de PE/VC

incentivando a inovação e o empreendedorismo com grande potencial de impacto positivo. (ABDI, 2011, p. 324-326).

Por sua vez, a tabela a seguir discrimina a atuação do setor público por meio da BNDESPar e da Finep como investidores diretos e indiretos, devendo ser destacado, entretanto, que os percentuais indicados se referem apenas a números de investimentos efetuados, e não ao valor desses investimentos.

Ademais, o censo ABDI (2011, p. 188) menciona que, em 2008, o BNDES divulgou sua intenção de aplicar R\$ 1,5 bilhão em oito fundos da modalidade FIP e em dois fundos FMIEE e que, até o momento em que foi elaborado o censo, haviam sido efetuadas cinco seleções de fundos para os setores “agronegócio, bioenergia e governança; ativo florestal; petróleo e gás; biotecnologia e/ou nanotecnologia; e infraestrutura no segmento de logística”.

Tabela 10 Participação de investidores do setor público em empresas em portfólio (em junho de 2008)

Setor	BNDESPar como gestor		BNDESPar como investidor		FINEP como investidor		Total de empreendimentos por setor	
	Unidades	%	Unidades	%	Unidades	%	Unidades	%
Informática e Eletrônica	13	33	21	33	13	42	109	23
Indústrias, Metalúrgicas, Mecânicas e de Material Elétrico	9	23	6	9	5	16	61	13
Imobiliário	-	-	1	2	-	-	60	12
Comunicação	-	-	2	3	1	3	32	7
Energia e Combustíveis	-	-	10	16	-	-	29	6
Agronegócio	1	3	4	6	1	3	21	4
Serviços Financeiros	-	-	-	-	-	-	20	4
Biotecnologia	6	15	4	6	-	13	20	4
Varejo	-	-	1	2	4	-	19	4
Alimentos e Bebidas	5	13	1	2	-	-	17	4
Farmacêutica, Medicina e Estética	2	5	3	5	3	10	15	3
Telecomunicações	4	10	2	3	3	10	13	3
Serviços de Transporte	-	-	5	8	-	-	13	3
Serviços de Logística	-	-	1	2	-	-	12	2
Educação	-	-	-	-	-	-	9	2
Outros	-	-	3	5	1	3	31	6
Total	40	100	64	100	31	100	481	100

Fonte: Ramalho, 2010 *apud* ABDI (2011, p. 186).

Aparenta ainda o relatório ABDI (2011, p. 326) que o BNDES, além de atuar como organização gestora e como investidor em *private equity* e *venture capital*, possui linhas de financiamento específicas para micro, pequenas e médias empresas, de que são exemplos a linha *Capital Inovador*, que “objetiva apoiar empresas inovadoras no desenvolvimento de capacidade empreendedora”; a linha *Inovação Tecnológica*, que “objetiva fomentar o desenvolvimento de produtos ou processos que envolvam risco tecnológico e oportunidades de mercado, desde que apresentem inovação de natureza tecnológica”;

e o *Cartão BNDES para Inovação*, que “se assemelha muito ao funcionamento de um cartão de crédito”.

Quanto à BNDESPar, o relatório aponta no sentido de “uma atuação firme e progressiva de investimentos no mercado de ações (198 empresas), investimento em fundos, e investimentos em debêntures de emissão de empresas do setor privado [...]” (ABDI, 2011, p. 328), sendo apresentados os números da tabela a seguir, a qual, contudo, não apresenta a subdivisão entre as modalidades *private equity* ou *public equity* (na qual as ações são negociadas em mercados organizados):

Tabela 11 Dados da composição da carteira da BNDESPar.³⁸

Ano	Empresas em carteira	Investimentos em ações (R\$ bilhões)	Fundos em carteira	Valor estimado em carteira (R\$ bilhões)
2007	180	18,86	24	84,80
2008	186	25,17	29	52,74
2009	198	33,82	31	92,89

Fonte: BNDESPar, 2010 *apud* ABDI (2011, p. 329).

O relatório ABDI (2011, p. 330-331) aponta ainda que há duas unidades da BNDESPar que têm “abordagem pelo porte de empresas e sua presença ou não no mercado público de valores mobiliários”, quais sejam, a Área de Capital Empreendedor cuja atuação é voltada às “médias e pequenas empresas nacionais, participando das etapas de fomento, estruturação, investimento, monitoramento de gestão e desinvestimento”, e a Área de Mercado de Capitais, que atua em “debêntures conversíveis, ações e outros instrumentos de renda variável, atuando principalmente na gestão de portfólio das ações e outros valores mobiliários emitidos por grandes empresas que integram a carteira da BNDESPar”.

Observa-se que, pelos números apresentados, a relevância financeira dessas áreas é muito distinta. Afinal, em 2008 o valor de mercado das operações da área capital empreendedor foi da ordem de R\$ 0,4 bilhão, ao passo que, na área de mercado de capitais, esse valor foi de R\$ 59,0 bilhões:

38 BNDESPar (2010) engloba os investimentos em empresas da Área de Capital Empreendedor (ACE) – empresas de capital aberto e fechado – e da Área de Mercado de Capitais (ACM) – empresas de capital aberto da BNDESPar.

Tabela 12 Operações das áreas de capital empreendedor e de mercado de capitais da BNDESPar.

Áreas	2006	2007	2008
Capital Empreendedor			
Investimentos Aprovados	9	12	17
Valor de Mercado (em R\$ milhões)	143,00	265,00	377,00
Mercado de Capitais			
Número de Empresas	182	181	186
Número de Fundos de Investimentos	19	24	29
Valor de Mercado (em R\$ bilhões)	59,00	87,80	59,00

Fonte: BNDESPar, 2009 *apud* ABDI (2011, p. 331).

Quanto à Financiadora de Estudos e Projetos – Finep, há tanto ações voltadas especificamente para a indústria de *private equity e venture capital*, efetuadas por meio do programa Inovar, como linhas de financiamento a empresas (de que são exemplos os programas *Inova Brasil e Juro Zero*). Em 2009, o valor investido no programa Inova Brasil³⁹ foi de R\$ 1,68 bilhão e, no programa Juro Zero – no qual, conforme ABDI (2011, p. 333) não seriam exigidas garantias reais, motivo pelo qual seria particularmente interessante para novas empresas – o valor anual investido, no período 2007 a 2009, era substancialmente menor, inferior a R\$ 0,01 bilhão ao ano.

Quanto ao setor de *private equity e venture capital*, o censo menciona que sua atuação seria similar à conduzida pelo *Small Business Investment Company* – SBIC, dos Estados Unidos. Enfim, o relatório aponta que, no que se refere ao programa Inovar, o volume de recursos aplicados até 2009 totalizaria R\$ 2,9 bilhões:

No ano de 1999, a FINEP criou o INOVAR em parceria com o Fumin/BID, com o objetivo de apoiar as empresas inovadoras através de um programa estruturado de Venture Capital. Assim, nasce em 2000 o INOVAR I, que se destaca por sua participação na criação da ABVCAP, pelas parcerias com fundos de pensão e agentes de fomento visando ao investimento em fundos, e pela realização de diversos fóruns para aproximar empresas e investidores. Em julho de 2008, inicia-se o INOVAR II, com a meta de promover ações

³⁹ Conforme ABDI (2011, p. 333), o programa Inova Brasil “dá suporte à Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP) do governo federal. Uma das principais metas do programa, que vai operar com taxas fixas e subsidiadas entre 4% e 5% ao ano, é contribuir para o incremento das atividades de pesquisa e desenvolvimento (P&D) realizadas no País. Projetos de pré-investimento que não estejam vinculados aos programas prioritários do governo são contemplados em outra linha, que tem taxa fixa anual de 8%”.

para consolidar a indústria de PE/VC e contribuir para a estruturação do segmento de capital semente no Brasil.

Considerando o resultado acumulado 2001-2009, a carteira de investimentos da FINEP possui 22 fundos aprovados (sendo 12 de Venture Capital, quatro de Private Equity e seis fundos-semente) dos quais 13 estão em operação, oito em fase de captação e um já foi encerrado. O volume total de recursos desses fundos (patrimônio) é da ordem de R\$ 2.966,2 milhões, com uma participação média da FINEP de R\$ 281,9 milhões (9,5%). Isso representa um multiplicador de recursos no mercado da ordem de 9,32, ou seja, para cada R\$ 1,00 que a FINEP aporta em veículos de investimento de PE/VC, R\$ 9,32 está sendo investido por outros investidores em inovação (ABDI, 2011, p. 334).

Os fundos de investimento apoiados pela Finep são relacionados pelo relatório na tabela reproduzida a seguir:

Tabela 13 Fundos de investimento apoiados pela Finep (em R\$ milhões).

Fundos FINEP	Categoria	Status	Comprometido	Comprometido FINEP
GP Tecnologia	Venture Capital	Desinvestido	115,00	5,75
RB Investech II	Venture Capital	Fase de desinvestimento	35,30	5,00
FIPAC FMI EE	Venture Capital	Fase de investimento	102,02	14,00
RB Nordeste II	Venture Capital	Fase de investimento	137,80	15,00
SPTec FMIEE	Venture Capital	Fase de desinvestimento	24,00	3,20
Novarum FMIEE	Capital Semente	Fase de desinvestimento	12,75	3,80
CRP Venture VI	Venture Capital	Fase de investimento	61,50	10,00
JB VCI	Venture Capital	Fase de investimento	100,00	10,00
Stratus GC	Venture Capital	Fase de desinvestimento	24,05	4,80
Stratus GC III	Venture Capital	Fase de investimento	60,00	12,00
FIR Fundotec II	Venture Capital	Fase de investimento	77,40	14,00
CapitalTech	Venture Capital	Fase de investimento	31,40	9,00

Fundos FINEP	Categoria	Status	Comprometido	Comprometido FINEP
HorizonTI	Capital Semente	Fase de investimento	20,00	8,00
Terra Viva	Private Equity	Fase de investimento	300,00	20,00
Fundo SC	Capital Semente	Em captação	15,00	7,35
Performa	Capital Semente	Em captação	15,00	6,00
Brasil Governança	Private Equity	Fase de investimento	600,00	30,00
RB Investech III	Venture Capital	Em captação	200,00	20,00
FCSRec	Capital Semente	Em captação	20,00	8,00
FINTECH I	Capital Semente	Em captação	15,00	6,00
CRP VII	Private Equity	Fase de investimento	200,00	30,00
Brasil Agronegócio FIP	Private Equity	Fase de investimento	800,00	40,00
Total			2.962,22	281,90

Fonte: FINEP, 2009 *apud* ABDI (2011, p. 335).

6.3.11 O desafio da inovação no Brasil

Sobre o conceito de inovação, o censo ABDI (2011, p. 343) menciona:

O tópico pode ser entendido como a “exploração de novas ideias com sucesso” (Instituto Inovação). O resultado deste processo pode ser observado sob diversos aspectos, por meio de melhorias significativas nos processos, nos produtos e nos índices das empresas, dentre outros e simultaneamente na criação de novas oportunidades, ferramentas e modelos de negócios. [...]

A partir de sua terceira edição, o Manual de Oslo (OCDE, 2005) é responsável pelas definições mundialmente adotadas sobre inovação, utilizado, inclusive, pelo Eurostat (Statistical Office of the European Communities), órgão responsável pelo Community Innovation Survey (CIS), principal instrumento estatístico oficial sobre os processos e efeitos da inovação nas empresas Europeias (EUROSTAT, 2009). Trouxe consigo uma importante modificação: expandiu o conceito de inovação, incluindo o setor de serviços e retirando a palavra “tecnológica” de sua definição. Ou seja, é

possível estender o conceito de inovação a produtos, a processos, a serviços, a marketing e a sistemas organizacionais.

Assim, ressalta o censo que o termo “inovação” não se refere mais ao campo exclusivamente tecnológico, como ressalta a terminologia empregada pelo “Manual de Oslo”, publicado pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE. Não obstante, o conceito empregado pela legislação brasileira não seria o mais atual:

A Lei nº 11.196/2005, conhecida como Lei do Bem e regulamentada pelo Decreto 5.798/2006, é considerada um marco legal da inovação no Brasil, concedendo incentivos fiscais às pessoas jurídicas que realizem pesquisa tecnológica e desenvolvimento de inovação tecnológica. Seu conteúdo define inovação tecnológica como: “a concepção de novo produto ou processo de fabricação, bem como a agregação de novas funcionalidades ou características ao produto ou processo que implique melhorias incrementais e efetivo ganho de qualidade ou produtividade”. [...]

No entanto, as definições constantes no Decreto 5.798 supramencionado estão baseadas no Manual Frascati, e não no Manual de Oslo. O Manual Frascati faz parte de uma série de manuais definidos pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e pelo National Experts on Science and Technology Indicators (NESTI) ao longo dos últimos 40 anos. Dentre os manuais, o Frascati trata de pesquisa e desenvolvimento (P&D), o de Oslo aborda inovação, o de Bogotá mede a inovação em países em desenvolvimento e o de Camberra mede recursos humanos (Manual de Oslo, 2005; Frascati Manual, 2002) (ABDI, 2011, p. 343-344).

De toda forma, apesar de o censo destacar a Lei nº 11.196, de 2005, regulamentada pelo Decreto nº 5.798, de 2006, como o marco legal da inovação, consideramos ser oportuno ressaltar, também, a Lei nº 10.973, de 2004, regulamentada pelo Decreto nº 5.563, de 2005, como diploma relevante, uma vez que dispõe sobre incentivos à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo.

Já no âmbito internacional, o censo ABDI (2011, p. 344) destaca a relevância da *World Intellectual Property Organization* – WIPO, agência da Organização das Nações Unidas (ONU) cuja atuação é voltada para o desenvolvimento do sistema de propriedade intelectual no mundo, de forma a estimular a inovação e contribuir para o desenvolvimento econômico de acordo com o interesse público. Ademais, o censo ABDI (2011, p. 344-345) destaca os conceitos básicos de inovação nos termos do “Manual de Oslo”:

- Inovação: é a implementação de um produto (bem ou serviço) novo ou significativamente melhorado, ou um processo, ou um novo método de marketing, ou um novo método organizacional nas práticas de negócios, na organização do local de trabalho ou nas relações externas.
- Atividades de inovação: são etapas científicas, tecnológicas, organizacionais, financeiras e comerciais que conduzem, ou visam conduzir, à implementação de inovações. Algumas atividades de inovação são em si inovadoras, outras não são atividades novas, mas são necessárias para a implementação de inovações. As atividades de inovação também inserem a P&D que não está diretamente relacionada ao desenvolvimento de uma inovação específica.
- Empresa inovadora: Uma empresa inovadora é aquela que implementou uma inovação durante o período de análise.
- Empresa inovadora em produto/processo: é a empresa que implementou um produto ou processo novo ou significativamente melhorado durante o período de análise.
- Inovação de produto: é a introdução de um bem ou serviço novo ou significativamente melhorado no que concerne a suas características ou usos previstos. Incluem-se melhoramentos significativos em especificações técnicas, componentes e materiais, *softwares* incorporados, facilidade de uso ou outras características funcionais.
- Inovação de processo: é a implementação de um método de produção ou distribuição novo ou significativamente melhorado. Incluem-se mudanças significativas em técnicas, equipamentos e/ou *softwares*.
- Inovação de marketing: é a implementação de um novo método de marketing com mudanças significativas na concepção do produto ou em sua embalagem, no posicionamento do produto, em sua promoção ou na fixação de preços.
- Inovação organizacional: é a implementação de um novo método organizacional nas práticas de negócios da empresa, na organização do seu local de trabalho ou em suas relações externas.
- Empresa ativamente inovadora: é aquela que realizou atividades de inovação durante o período de análise, incluindo as atividades em processo e abandonadas.

Sobre os obstáculos à inovação no País, o censo destaca que:

[...] a inovação não se dá de forma natural. Diversos fatores influenciam na criação deste atributo, dentre elas, o ambiente em que a empresa está situada e os recursos que ela tem a sua disposição. De acordo com Michael Ryan

(De Castro, 2005), diretor do CIEC (Creative and Innovative Economy Center), o Brasil apresenta pontos positivos para a inovação como os estudos conduzidos pelas universidades, os recursos humanos de alta qualificação e as publicações realizadas. Contudo, o ambiente desfavorável, que engloba aspectos como burocracia, tributação e a falta de proteção da propriedade intelectual, afeta negativamente a atividade inovadora brasileira. Michael ainda afirma que este pode ser um dos fatores que contribuíram para que o País ficasse atrás de outros emergentes, como China e Índia. [...] Surge então, o papel do governo, que pode contribuir em vários aspectos por meio do suporte aos empreendedores com a maior proteção da propriedade intelectual, incentivos fiscais, formação de mão-obra-qualificada, dentre outros (IHS Global Insight/NVCA, 2009) (ABDI, p. 345).

Quanto à situação do Brasil em termos de inovação, o relatório ABDI (2011, p. 353) apresenta os resultados do ranking denominado *Global Innovation Index*, de 2010, mencionando que “em março de 2010, o Brasil caiu da 50ª posição para a 68ª entre as nações mais inovadoras ao redor do globo. O mesmo ranking classifica a Islândia, Suécia e Hong Kong como as três primeiras nações mais inovadoras”.

No que se refere a investimentos em pesquisa e desenvolvimento, a menção é a de que o País está em uma situação de atraso em relação às economias desenvolvidas, e destaca possibilidades de atuação da indústria de *venture capital*:

*[...] o Brasil está rumando com atraso para o mesmo patamar dos países desenvolvidos. O país se encontra em um momento em que a indústria já está mais consolidada em parque industrial, máquinas e equipamentos de operação e transporte e, portanto, passa a investir mais em pesquisa e desenvolvimento. Essa situação é muito propícia para a expansão da indústria de PE/VC, principalmente *venture capital*, por se tratar de um elo de cadeia de valor menos interativo em capital físico e mais intensivo em capital intelectual. No Brasil, ainda hoje, a área de pesquisa é muito pouco valorizada pelas entidades governamentais e em grande parte das vezes o agente inovador encontra empecilhos nesta área. Os investimentos privados teriam grande papel e apresentam grandes oportunidades de retorno na área de P&D (ABDI, 2011, p. 357).*

Nesse contexto, o censo faz menção a diversos estudos que relacionam investimentos em *venture capital* com o aumento da inovação:

*Diversos estudos internacionais correlacionaram positivamente os investimentos realizados, principalmente os de *venture capital*, com o aumento*

da performance em inovação. Consequentemente, tais aportes de capital também influenciam no crescimento do número de patentes.

Romain e Pottelsberghe (2004) e Kortum e Lerner (2000) estudaram a correlação entre o venture capital e a propensão a invenção de patentes, com dados coletados de 1965 a 1992 de 530 empresas (tanto apoiadas como não apoiadas por VC) dos EUA. Os resultados corroboraram a hipótese de que a atividade de VC aumenta significativamente a propensão à inovação de patentes. Tykvova (2000) estudou empresas da Alemanha, encontrando resultados ainda mais robustos corroborando os resultados obtidos nos dois estudos anteriores (ABDI, 2011, p. 351)⁴⁰.

Por outro lado, o relatório ABDI (2011, p. 352-353) também menciona que a inovação no Brasil poderia ser muito beneficiada caso a proteção à propriedade intelectual fosse acessível e ampla, e que seria raro que os profissionais brasileiros detenham não apenas conhecimento em sua área de atuação profissional, mas também na área de proteção legal. Assim, as empresas em estágios iniciais de desenvolvimento, sobretudo, devem ter “maior acesso à proteção da propriedade intelectual e que os investimentos em *venture capital* (em qualquer um de seus estágios) e a vinculação a parques tecnológicos e a incubadoras de empresas ajudam a solucionar esse tipo de problema”. O relatório destaca, ainda, a importância da inovação e da proteção aos direitos de propriedade intelectual para essas empresas:

O fator inovação está muito mais presente em empresas que se apresentam em estágios iniciais do investimento, pois, geralmente trata-se de ideias que promovem diferenciais no mercado. Desta forma, as proteções dos direitos de propriedade intelectual se tornam muito mais relevantes para estas empresas se comparado com as empresas em estágios mais avançados de investimento (Private Equity Later Stage) que já estão mais consolidadas no mercado e podem depender menos do fator inovação (ABDI, 2011, p. 352).

Desta forma, o relatório da ABDI (2011) ressalta a importância do desenvolvimento das empresas promissoras que ainda se encontram em seus estágios mais iniciais de desenvolvimento. Para essas empresas, os investimentos de investidores-anjo, de aceleradoras de empresas e das demais formas de *venture capital* têm um importante papel a desempenhar.

40 As referências fornecidas pelo censo ABDI (2011) para os estudos citados são: “Romain, A. e Pottelsberghe, B. V. (2004) The Economic Impact of Venture Capital, Deutsche Bundesbank research Paper”; “Kortum, S. e Lerner, J. (2000) Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation, RAND Journal of Economics 31(4), p. 674-692”; e “Tykvova, T. (2000) Venture Capital in Germany and its Impact on Innovation, Working Paper [Online] Disponível em: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=235512 [10 Out 2010]”.

7. PROPOSTAS PARA A EXPANSÃO DO CAPITAL EMPREENDEDOR NO BRASIL

Uma das principais questões a serem desenvolvidas neste estudo refere-se à identificação das deficiências em nosso ordenamento jurídico que podem acarretar reflexos negativos para o desenvolvimento da indústria do capital empreendedor no Brasil.

A partir das diversas reuniões realizadas com o meio acadêmico, associações, órgãos e entidades governamentais, investidores-anjo, aceleradoras, investidores e gestores de fundos de investimento em participações, empreendedores que obtiveram aportes de capital empreendedor, especialistas, advogados e representantes do Poder Judiciário, bem como com os subsídios obtidos por meio da realização, nesta Câmara dos Deputados, do seminário “Capital Empreendedor: Impactos Econômicos e Desafios Legislativos”, realizado em 22 de maio de 2014, foram levantados diversos aspectos que podem ser objeto de ação legislativa que estabeleça incentivos, inclusive por meio do aprimoramento do ambiente de negócios no País, para a realização de investimentos efetuados em participações empresariais mediante capital empreendedor.

Alguns dos aspectos levantados, todavia, referem-se a propostas de ações a serem desempenhadas pelos poderes Executivo ou Judiciário. Nesse tipo de situação, propomos o envio de Indicação, que é, nos termos do art. 113 do Regimento Interno da Câmara dos Deputados, a modalidade de proposição legislativa através da qual é sugerida a outro Poder a adoção de providência, a realização de ato administrativo ou de gestão, ou o envio de projeto sobre a matéria de sua iniciativa exclusiva⁴¹.

A seguir, relacionamos as principais deficiências detectadas e as propostas a elas associadas, destacando que o detalhamento de cada uma dessas iniciativas está apresentado nas justificações que acompanham as proposições legislativas que integram a parte II deste relatório:

1. **DEFICIÊNCIA:** Ausência de uma definição estipulada em lei para o conceito de investidor-anjo e de aceleradoras de empresas.

PROPOSTA: elaboração de projeto de lei que apresente esses conceitos. Conforme mencionamos, esse projeto, acompanhado de justificação detalhando a proposta, está apresentado na parte II deste relatório.

41 A Indicação é também utilizada para sugerir a manifestação de uma ou mais Comissões acerca de determinado assunto, visando à elaboração de projeto sobre matéria de iniciativa da Câmara.

2. DEFICIÊNCIA: Ausência de um critério estipulado em lei que diferencie fundos de investimento em participações⁴² cuja finalidade precípua seja voltada à administração patrimonial ou planejamento tributário, daqueles que efetivamente são direcionados à alocação de capital empreendedor em negócios que apresentem alto potencial de desenvolvimento.

PROPOSTA: elaboração de projeto de lei que efetue essa distinção, criando a modalidade “fundo de investimento em participações empreendedoras” (FIP-E). Ademais, consideramos oportuno estipular um prazo máximo de duração para os fundos de investimento em participações em operação, de forma a possibilitar o recolhimento dos tributos sobre ganhos de capital.

3. DEFICIÊNCIA: Insuficiente proteção legal aos investidores que direcionem seus recursos a participações temporárias em empresas de capital fechado. Um dos mais importantes dilemas enfrentados por investidores e gestores que alocam seus recursos e sua experiência gerencial em empresas promissoras ou nascentes refere-se à possibilidade de, na esfera judicial, virem a ser responsabilizados em montantes que ultrapassem significativamente o capital que investiram. Notadamente no caso de investidores-anjo, pode haver até mesmo o temor de perda de parte substantiva de seu patrimônio pessoal, apesar de eventual direito de regresso que passem a ter contra terceiros. Esse aspecto decorre da virtual impossibilidade de detecção de todos os riscos ocultos inerentes à empresa investida, e da possibilidade de o investidor responder por toda a dívida dessa empresa, ainda que sua participação no negócio seja absolutamente minoritária.

PROPOSTA: elaboração de projeto de lei que aprimore a legislação referente à desconsideração da personalidade jurídica e que estabeleça garantias a investidores transitórios como investidores-anjo, aceleradoras de empresas e investidores em FIP-E.

4. DEFICIÊNCIA: Obrigatoriedade legal de saída do regime tributário incentivado do Simples para que as micro ou pequenas empresas possam receber investimentos das diversas modalidades de fundos de investimento em

42 Referimo-nos aqui às diversas modalidades de fundos de investimento em participações: Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) de que trata a Instrução CVM nº 209, de 1994; Fundo de Investimento em Participações (FIP) de que trata a Instrução CVM nº 391, de 2003; Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações (FICFIP) de que trata a Instrução CVM nº 391, de 2003; Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) de que tratam a Lei nº 11.478, de 2007, e a Instrução CVM nº 460, de 2007; e Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) de que tratam a Lei nº 11.478, de 2007, e a Instrução CVM nº 460, de 2007.

participações. Dessa forma, antes mesmo de iniciado o processo de investimentos, há uma enorme penalização à empresa investida com potencial de inviabilizar todo o processo. O motivo decorre da necessidade de essas empresas tornarem-se sociedade anônima, modelo societário que não é admitido no regime do Simples. Entretanto, o problema detectado não é a necessidade de alteração da natureza jurídica da empresa, uma vez que as sociedades por ações propiciam melhor governança e transparência, mas sim a impossibilidade de as sociedades anônimas estarem inscritas no Simples. Consideramos que, além de possibilitar que essas sociedades possam fazer parte desse regime tributário incentivado, é essencial efetuar outras alterações que possibilitem que investidores-anjo, aceleradoras de empresas e fundos de investimento em participações possam investir em uma carteira de empresas inscritas no Simples, possibilidade que também é vedada pela Lei Complementar nº 123, de 2006, ainda que as empresas investidas sejam sociedades por quotas com responsabilidade limitada.

PROPOSTA: elaboração de projeto de lei complementar que altere a Lei Complementar nº 123, de 2006, sem que, com isso, decorram riscos à integridade do regime do Simples.

5. **DEFICIÊNCIA:** Obrigatoriedade de as sociedades anônimas publicarem demonstrações financeiras e outras informações societárias em diários oficiais e jornais de grande circulação. Para que uma empresa possa receber investimentos de fundos de investimento em participações, é necessário que seja uma sociedade anônima – requisito que, a propósito, é adequado, pois se trata da adoção de um modelo societário que propicia melhor governança e maior transparência aos sócios e aos investidores. Entretanto, essa alteração de modelo societário pode acarretar, em face às publicações obrigatórias, custos relevantes a essas empresas, sobretudo às sociedades de pequeno porte, apesar das exceções previstas na Lei nº 6.404, de 1976. Ademais, a obrigatoriedade de publicar balanços em jornais e em diários oficiais não mais se justifica em plena era da informação, no qual esses dados podem ser divulgados de forma muito mais ampla e eficiente por meio da rede mundial de computadores.

PROPOSTA: elaboração de projeto de lei que altere a Lei nº 6.404, de 1976, estabelecendo a possibilidade de que as publicações obrigatórias possam, mediante o cumprimento de requisitos que assegurem o acesso à informação, ser divulgadas na rede mundial de computadores.

6. DEFICIÊNCIA: Inexistência de previsão que possibilite que os fundos constitucionais de financiamento do Norte, Nordeste e Centro-Oeste realizem investimentos em participações em empresas que atuem nas regiões beneficiadas. Trata-se de uma possibilidade que pode ser importante para as referidas regiões ante a disparidade, detectada pelo censo da ABDI (2011, p. 202-203), quanto à localização das empresas que receberam investimentos da modalidade capital empreendedor.

PROPOSTA: elaboração de projeto de lei que altere dispositivos da Lei nº 7.827, de 1989, de forma a estabelecer a possibilidade de os fundos constitucionais de financiamento do Norte, Nordeste e Centro-Oeste realizarem investimentos em FIP-E que, por sua vez, invistam em empresas que atuem nas regiões beneficiadas.

7. DEFICIÊNCIA: Ausência de incentivos tributários adequados para alocação de capital empreendedor em empresas incipientes ou de pequeno porte, desde que seja minimizado o risco de estratégias oportunistas de planejamento tributário. Trata-se, sobretudo, de incentivar investimentos realizados por aceleradoras de empresas ou por investidores-anjo, uma vez que os empreendimentos no qual esses agentes direcionam seus recursos não possibilitam economias de escala que justifiquem a alocação de recursos por parte de fundos de investimento em participações. Contudo, é essencial que esses pequenos negócios recebam recursos para a expansão de suas atividades, pois assim podem se tornar atrativos para aportes subsequentes mais relevantes de fundos de investimento em participações. Trata-se, portanto, de incentivar o elo inicial da cadeia de investimentos realizados por meio de capital empreendedor.

PROPOSTA: elaboração de projeto de lei que estipule incentivos tributários diferenciados para investidores-anjo e aceleradoras de empresas.

8. DEFICIÊNCIA: Desalinhamento dos incentivos tributários ao capital empreendedor em relação a outras modalidades de investimento. Os investimentos em participações em empresas de capital fechado realizados por meio de capital empreendedor apresentam as seguintes características: (i) período de maturação sobremaneira extenso no qual os recursos tornam-se ilíquidos; (ii) necessidade de efetivo envolvimento do investidor na gestão do negócio; (iii) existência de riscos que vão muito além do risco de mercado existente no mercado de ações transacionadas em bolsa; (iv) necessidade de processos primorosos de *due diligence* os quais, todavia, não eliminam riscos ocultos

que podem se manifestar de diversas formas, e que podem comprometer não apenas o capital investido como também parte relevante do patrimônio do investidor; (v) apresentam importância distintiva para a economia, o empreendedorismo e a inovação. Por esses motivos, a alíquota a ser aplicada a esses investimentos deveria ser favorecida ou, no mínimo, equivalente àquelas incidentes sobre os investimentos em ações negociadas em bolsas de valores⁴³, em letras de crédito imobiliário, em letras de crédito do agronegócio e em fundos de investimento imobiliário, os quais são hoje isentos de tributação em ganhos de capital, quando realizados por pessoas físicas. Alguns desses investimentos, bem como vários outros que também são relacionados por meio do art. 3º da Lei nº 11.033, de 2004, são de renda fixa, apresentando rentabilidade que acompanha a evolução da taxa Selic e risco de mercado extremamente reduzido para o investidor e, não obstante, não são tributados caso sejam realizados por pessoas físicas. Enfim, não nos parece adequado que, enquanto investimentos de renda fixa livres de risco de mercado sejam isentos, os rendimentos decorrentes de aquisição de participações em empresas sejam tributados à alíquota de 15%.

PROPOSTA: elaboração projeto de lei que reduza a tributação incidente sobre FIP-E e que esses investimentos não estejam submetidos a uma tributação superior à incidente sobre outras modalidades de investimento como Fundos de Investimento Imobiliário, LCI e LCA, dentre outros ativos.

9. **DEFICIÊNCIA:** Ausência de regulamentação da Lei nº 11.478, de 2007, que instituiu o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I). Essa regulamentação foi prevista em junho de 2011, mas ainda se encontra pendente, o que reflete a complexidade da matéria. Não obstante, a ausência dessa norma impede a constituição de FIP-PD&I uma vez que o art. 1º, § 1º-A, estabelece que os projetos de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação atenderão à regulamentação do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação (MCTI).

PROPOSTA: elaboração de Indicação ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação, sugerindo uma abordagem para a elaboração da regulamentação à Lei nº 11.478, de 2007, que “institui o Fundo de Investimento em

43 Os investimentos em ações negociadas em bolsas de valores são isentos para movimentações mensais de até R\$ 20 mil realizadas por pessoas físicas.

Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) e dá outras providências”.

10. DEFICIÊNCIA: Necessidade de criação de sociedades de propósito específico para abrigar os projetos de produção econômica intensivos em pesquisa, desenvolvimento e inovação que possam receber os investimentos de FIP-PD&I. Consideramos que essa obrigatoriedade pode dificultar sobremaneira a criação de FIP-PD&I ainda que a matéria seja adequadamente regulamentada pelo MCTI, pois é possível que os projetos intensivos em pesquisa, desenvolvimento e inovação não possam ser, em muitas situações, segregados das demais atividades ou projetos das empresas investidas.

PROPOSTA: elaboração de projeto de lei alterando a Lei nº 11.478, de 2007, de forma a retirar a obrigatoriedade da sociedade de propósito específico para os projetos intensivos em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

11. DEFICIÊNCIA: Ausência de previsão que possibilite que uma fração dos recursos oriundos das atividades de exploração, desenvolvimento e produção de petróleo e gás natural cuja destinação seja obrigatória para pesquisa e desenvolvimento (P&D), possa ser direcionada para investimentos em participações em empresas do setor. Usualmente, os contratos administrativos para atividades de exploração, desenvolvimento e produção de petróleo e gás natural estabelecem a obrigatoriedade de realização de despesas qualificadas com P&D, mas os investimentos em participações em outras empresas promissoras do setor de óleo e gás não são, em regra, considerados para fins do atendimento dessas despesas obrigatórias, ainda que as empresas investidas tenham atuação intensiva em P&D. Por esse aspecto, consideramos ser importante que ao menos uma pequena fração dessas despesas obrigatórias possa ser investida em empresas promissoras que atuem em petróleo e gás, uma vez que essa possibilidade também poderá resultar em avanços importantes para a inovação e o desenvolvimento do setor.

PROPOSTA: elaboração de projeto de lei que estabeleça a possibilidade de que uma fração dos recursos oriundos das atividades de exploração, desenvolvimento e produção de petróleo e gás natural, cuja destinação seja obrigatória para pesquisa e

desenvolvimento, possa ser direcionada para investimentos em participações em empresas do mesmo setor.

12. DEFICIÊNCIA: Ausência de norma legal expressa no âmbito do Programa Nacional de Desestatização – PND para que a Financiadora de Estudos e Projetos – Finep invista diretamente em participações de empresas. A Finep vem realizando diversas ações de estímulo ao capital empreendedor no Brasil. Entretanto, ao contrário de outras empresas públicas e sociedades de economia mista (como o BNDES/BNDESPar, Banco do Brasil/BB-Banco de Investimento, Caixa Econômica Federal e outras), não há, no âmbito do PND, permissão expressa para que a Finep invista diretamente em participações, apesar desses investimentos, sobretudo quando efetuados em parceria com o setor privado, serem importantes para a expansão do capital empreendedor no País. Ainda que, por meio de outros diplomas legais, seja possível inferir que a Finep também possa efetuar esses investimentos diretos, é importante que essa faculdade esteja estabelecida de forma transparente nas normas que tratam do PND.

PROPOSTA: elaboração de projeto de lei que altere a Lei nº 9.491, de 1997, que trata do Programa Nacional de Desestatização – PND, de forma que as disposições estabelecidas por meio de seu art. 3º sejam estendidas à Finep.

13. DEFICIÊNCIA: Necessidade de aprimoramentos das regulamentações do Conselho Monetário Nacional – CMN e do Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP que propiciem a expansão dos investimentos de sociedades seguradoras e de resseguradores em fundos de investimento em participações. No mundo, os fundos de pensão, as seguradoras e os resseguradores detêm uma larga parcela da poupança nacional e são entidades que podem trabalhar com horizontes de investimento mais longos em relação ao utilizado por outros grupos de investidores. Não obstante, em várias economias restrições regulatórias e atitudes conservadoras em relação ao risco podem fazer com que os fundos de pensão e as seguradoras desempenhem um papel menor do que poderiam exercer em relação ao capital empreendedor. No Brasil, os fundos de pensão já investem em fundos de investimento em participações, mas as sociedades seguradoras ou os resseguradores ainda não seguem essa tendência, apresentando números inexpressivos de investimentos nesses veículos. Dessa forma, é importante que o CMN e o CNSP, órgãos que regulamentam os investimentos dessas empresas e o seu funcionamento, efetuem esforços no sentido de aprimorar a regulamentação sobre o tema. Trata-se de aperfeiçoar regulamentações que, ao tratar do funcionamento

dessas instituições, bem como de índices e demais condições técnicas para a realização de investimentos por essas sociedades e da adequada contabilização desses investimentos, contribua para reverter o quadro que ora se apresenta, no qual há insuficiente aplicação de recursos dessas empresas na modalidade capital empreendedor, ao contrário do que se observa nas economias desenvolvidas.

PROPOSTA: elaboração de Indicação ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Fazenda, sugerindo a elaboração de regulamentações, pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Seguros Privados, que objetivem a expansão dos investimentos de sociedade seguradoras e de resseguradores em fundos de investimento em participações

14. **DEFICIÊNCIA:** Dificuldades expressivas para realizar a saída de investimentos por meio do mercado de capitais. A realização de oferta pública inicial de ações em bolsa de valores (ou *Initial Public Offerings – IPOs*) representa, sobretudo nas economias mais desenvolvidas, um importante mecanismo de saída dos investimentos realizados por meio de *private equity* e *venture capital*. No Brasil, entretanto, há uma expressiva dificuldade para a abertura de capital das sociedades anônimas de capital fechado mediante *IPOs* de valor mais reduzido. Esta é uma questão de grande relevância para a realização de investimentos em participações, uma vez que um dos aspectos essenciais a serem considerados na decisão de adquirir ou não essas participações se refere às alternativas que se apresentarão no futuro para encerrar o ciclo de investimentos na empresa. Nesse sentido, o fortalecimento desse importante mecanismo de saída poderá contribuir favoravelmente para a decisão de alocar recursos à empresa considerada promissora.

PROPOSTA: redução adicional da tributação sobre ganhos de capital decorrentes de investimentos realizados por FIP-E no qual as alienações das participações sejam realizadas mediante abertura de capital por meio de oferta pública inicial de ações em bolsa de valores (ou seja, por meio de *IPOs*).

É oportuno destacar que o tema também foi analisado pelo Comitê Técnico Ofertas Menores, criado por entidades e órgãos governamentais, pela BM&FBovespa e por instituições

privadas⁴⁴. A atuação do Comitê conduziu à elaboração de detalhado estudo publicado pela ABDI (2013) sobre o assunto e certamente contribuiu para a edição da Medida Provisória (MP) nº 651, de 2014, convertida na Lei nº 13.043, de 13 de novembro de 2014, a qual, dentre diversos outros temas, concede incentivos fiscais à negociação de ações emitidas por empresas pequenas e médias. A justificação da referida MP aponta que, *para incentivar a capitalização dessas empresas, produzindo efeitos positivos sobre a atividade econômica e o nível de emprego, a presente minuta de Medida Provisória também propõe alterações em dispositivos da legislação tributária de forma a isentar de imposto sobre a renda o ganho de capital na alienação de ações emitidas dentro do programa de incentivo à captação de recursos por essas empresas, inclusive em fundos de investimentos constituídos com essas ações.*

15. DEFICIÊNCIA: Dificuldades enfrentadas sobretudo pelos pequenos investidores-anjo, para conhecerem as ações judiciais ajuizadas em relação às empresas candidatas a receberem seus investimentos. A questão é que não há possibilidade de o interessado obter, de forma centralizada (ainda que onerosa), a informação relativa à existência ou inexistência de ações judiciais (as quais podem estar em curso em qualquer localidade do território nacional) contra uma empresa. A atual impossibilidade de o investidor obter de forma centralizada essa informação onera e dificulta o processo de averiguação (*due diligence*) em relação às empresas que poderão receber seus investimentos, sendo que essa dificuldade é mais relevante para os pequenos investidores, cuja atuação deve ser fortemente incentivada.

PROPOSTA: alteração o art. 7º da Lei nº 12.527, de 2011 – Lei de Acesso à Informação, de forma a estabelecer o direito de obter, de forma centralizada (ainda que onerosa), a informação atualizada relativa à existência ou inexistência, no território nacional, de ações judiciais (salvo em relação àquelas protegidas por sigilo ou segredo de justiça), em qualquer foro ou grau de jurisdição, ou de sentença estrangeira homologada no País, nas quais qualquer pessoa natural ou jurídica seja ré, bem

44 Dentre os órgãos e entidades governamentais, podem ser mencionados a ABDI, CVM, Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda, Finep e BNDES/BNDESPar. Mais informações sobre o Comitê podem ser obtidas em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/abertura-de-capital/comite-tecnico-de-ofertas-menores.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: set.2014.

como informações essenciais sobre essas ações e sentenças. Evidentemente, poderá haver uma expressiva dificuldade para que esse direito seja concretizado. Dessa forma, é importante a ressalva segundo a qual o Conselho Nacional de Justiça – CNJ poderá estabelecer as diretrizes para a efetivação desses direitos, inclusive estipulando parâmetros e prazos para a realização das ações necessárias para essa finalidade.

16. **DEFICIÊNCIA:** Dificuldades expressivas enfrentadas pelo exequente para obter acesso, de forma centralizada, à informação dispersa nos diversos serviços notariais ou de registro quanto à existência ou inexistência de bens passíveis de serem indicados à penhora ou arresto, de maneira a possibilitar a averbação do direito de preferência do credor no referido registro ou serviço notarial. Ademais, faz-se também necessário que o exequente possa conhecer os bens que, tendo sido de titularidade do executado, possam ter sido transacionados no contexto de fraude à execução ou de fraude contra credores. Enfim, a indisponibilidade dessas informações afeta negativamente o ambiente de negócios do País, no qual muitas decisões judiciais resultam infrutíferas devido à ausência de nomeação de bens suficientes à penhora (há que se observar que sequer a quebra de sigilo fiscal poderá suprir essa necessidade caso os referidos bens não tenham sido relacionados na seção de bens e direitos da declaração do imposto de renda do executado). Nesse contexto, os investidores também são afetados, pois podem passar a responder judicialmente por dívidas da empresa investida que não tenham sido adimplidas em decorrência de dificuldades na nomeação de bens de titularidade dos demais sócios dessa empresa à penhora ou arresto. Por outro lado, as próprias empresas investidas podem ser prejudicadas, pois, na condição de exequentes, também enfrentarão o mesmo obstáculo em relação a seus executados.

PROPOSTA: envio de Indicação ao Poder Judiciário, por meio do Conselho Nacional de Justiça, sugerindo a adoção de medidas que permitam ao exequente o acesso, de forma centralizada, à informação dispersa nos diversos serviços notariais ou de registro quanto à existência ou inexistência de bens passíveis de serem indicados à penhora ou arresto, de maneira a possibilitar a averbação do direito de preferência do credor no referido registro ou serviço notarial. Muito embora essas dificuldades possam não ser superadas no curto ou médio prazo, uma vez que dependem da interligação de dados dos diversos registros

em operação no País, seria crucial que, o quanto antes, esforços coordenados nesse sentido sejam efetuados.

17. DEFICIÊNCIA: Necessidade de serem submetidas previamente ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE muitas das transações que envolvem uma das modalidades de fundos de investimento em participações (FIP), ainda que se trate de investimentos de pequeno porte que não justificariam a necessidade de prévio controle por parte desse tribunal administrativo. Esse é um dos fatores que oneram a realização de investimentos por meio desses fundos, apesar de as transações atenderem aos critérios especificados na Lei nº 12.529, de 2011, que estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência.

Mais especificamente, o *caput* do art. 88 do referido diploma legal estabelece que serão submetidos previamente os atos em que, cumulativamente: (i) pelo menos um dos grupos tenha registrado faturamento bruto anual ou volume anual de negócios no País igual ou superior a R\$ 400 milhões de reais; e (ii) pelo menos um outro grupo tenha registrado faturamento bruto anual ou volume anual de negócios no País igual ou superior a R\$ 30 milhões de reais.

Entretanto, até recentemente não havia detalhamento claro quanto à forma de aferição desses critérios quando uma das partes envolvidas na operação for um FIP, de maneira que há espaço para o aprimoramento da regulamentação, de forma a minimizar os casos de comunicação prévia ao CADE de atos praticados por esses fundos que se revestem de pouca relevância para fins da preservação da concorrência. Como exemplo, pode-se destacar que a circunstância de um quotista minoritário com porte econômico relevante – como o BNDES, por exemplo – integrar um FIP não necessariamente deveria implicar, por si só, a necessidade de comunicação prévia ao CADE mesmo quando o fundo investir em uma empresa que apresente faturamento superior a R\$ 30 milhões.

Assim, seria importante que a norma não apenas especifique com clareza as situações nas quais quotistas específicos detêm ou não poderes suficientes para influenciar a atuação dos gestores desses fundos, como também especifique parâmetros claros para aplicação dos critérios de faturamento ou volume de negócios quando uma das partes envolvidas na operação for um FIP. Em suma, pode ser elaborada regulamentação que, ao melhor especificar os parâmetros para análise prévia do CADE quando um fundo de *private equity* ou *venture capital* estiver envolvido na transação, propicie a redução de custos de operações legítimas efetuadas com capital empreendedor que não acarretem riscos do ponto de vista da defesa da concorrência.

OBSERVAÇÃO: o tema poderia ser objeto de Indicação ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Justiça, sugerindo a elaboração de regulamentação, pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, que objetive minimizar os casos de comunicação prévia para análise de atos de concentração econômica quando uma das partes da operação for uma das modalidades de fundo de investimento em participações.

Entretanto, o tema foi objeto da Consulta Pública nº 01/2014 do CADE e, durante a elaboração deste texto, foi publicado em decorrência dessa Consulta o “DESPACHO nº 280/2014/PRES/CADE”, de 1º de outubro de 2014, que submete ao Plenário daquele tribunal administrativo Resolução que trata das transações que são realizadas por fundos de investimento, fornecendo parâmetros para a determinação do atendimento aos critérios objetivos fixados no art. 88 da Lei nº 12.529 ao qual nos referimos anteriormente.

Desta forma, a questão já está em análise pelo CADE, motivo pelo qual consideramos não ser necessária, nesse momento, a elaboração de Indicação sobre o tema.

Com relação aos diversos projetos de lei e ao projeto de complementar indicados, seria importante que todas as propostas estivessem reunidas sob uma única proposição, de forma que o debate possa ser, conseqüentemente, centralizado.

Caso houvesse a separação em duas ou mais proposições, sendo uma delas um projeto de lei complementar e um ou mais projetos de lei, haveria não apenas multiplicidade de discussões no âmbito desta Câmara dos Deputados, mas também a repetição de dispositivos legais voltados a estabelecer as necessárias definições e conceitos a serem utilizados por ambas as propostas.

Dessa forma, optamos por propor um único projeto de lei complementar que reúna as proposições legislativas que não sejam objeto de Indicação a outro Poder. Não obstante, várias das disposições da lei resultante dessa proposta serão “lei ordinária”, salvo quando se tratar de dispositivo reservado a lei complementar. Desta forma, não exigirão quórum qualificado para eventual alteração posterior, bastando a apresentação de projeto de lei ordinária a respeito.

Ademais, em conformidade com o art. 7º, inciso I, da Lei Complementar nº 95, de 1998, este projeto de lei complementar trata de um único objeto, que é a criação de

incentivos ao capital empreendedor ou, mais especificamente, aos investimentos efetuados em participações empresariais de risco realizados no País.

Deve ser ressaltado que muitos desses incentivos decorrem do próprio aprimoramento do ambiente de negócios do País, que pode ser efetuado mediante alterações de normas jurídicas importantes do ponto de vista microeconômico. Pode-se mencionar, por exemplo, que são relevantes as propostas de modificações de normas que versam sobre as responsabilidades dos investidores em relação às dívidas das empresas investidas, ou que possibilitem a redução de custos das empresas que poderiam concorrer à obtenção desse tipo de investimentos, dentre várias outras possibilidades.

Não obstante, o objetivo é apenas um: diminuir o descompasso existente entre o montante de investimentos realizados mediante capital empreendedor no Brasil em relação ao que é observado nas modernas economias do planeta.

Dessa forma, o projeto de lei complementar a que nos referimos não apresenta matéria estranha a seu objeto ou a este não vinculada por afinidade, pertinência ou conexão, conforme requer o art. 7º, inciso II, da referida Lei Complementar nº 95, de 1998.

Adicionalmente, optamos por detalhar as justificativas para as dezesseis⁴⁵ propostas aqui indicadas nas próprias proposições legislativas, sejam elas o projeto de lei complementar ou as indicações a serem encaminhadas a outro Poder, de maneira a evitar a duplicidade de textos neste relatório.

Assim, as proposições que acompanham esse relatório, acompanhadas das respectivas justificações, são:

- I – Projeto de Lei Complementar que “estabelece incentivos, inclusive por meio do aprimoramento do ambiente de negócios no País, aos investimentos efetuados em participações empresariais por meio de capital empreendedor”.
- II – Requerimento de informações ao Senhor Ministro da Fazenda referentes à estimativa de impacto orçamentário e financeiro do Projeto de Lei Complementar que “dispõe sobre o aprimoramento do ambiente de negócios no País e estabelece incentivos aos investimentos efetuados mediante participações empreendedoras”.
- III – Requerimento para envio ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação, da Indicação em anexo, que sugere uma abordagem para a elaboração da regulamentação à Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, que “institui o Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) e dá outras providências”.

45 São dezesseis as propostas, uma vez que o CADE já está atuando em relação à deficiência de número 17 relacionada neste texto.

- IV – Requerimento para envio ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Fazenda, da Indicação em anexo que sugere a elaboração de regulamentações, pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Seguros Privados, que objetivem a expansão dos investimentos de sociedades seguradoras e de resseguradores em fundos de investimento em participações.
- V – Requerimento para envio ao Poder Judiciário, por meio do Conselho Nacional de Justiça, da Indicação em anexo que sugere a adoção de medidas que permitam ao exequente o acesso, de forma centralizada, à informação dispersa nos diversos serviços notariais ou de registro quanto à existência ou inexistência de bens passíveis de serem indicados à penhora ou arresto, de maneira a possibilitar a averbação do direito de preferência do credor no referido registro ou serviço notarial.

8. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo deste relatório, procuramos mostrar não apenas a importância ímpar do capital empreendedor para as economias, como também os esforços que diversos países têm efetuado para expandir a alocação desses recursos a empresas que apresentem alto potencial de crescimento.

Indicamos inclusive que esses investimentos podem ser realizados mediante a persecução de objetivos que apresentem forte viés social, sendo direcionados a empresas controladas por pessoas pertencentes a grupos minoritários, ou efetuados de forma a propiciar a criação de empregos e o desenvolvimento econômico em localidades específicas, ou ainda dirigidos a empresas que produzam produtos socialmente desejáveis ou que utilizem abordagens gerenciais que beneficiem seus trabalhadores e consumidores.

Buscamos ainda mostrar as discussões em curso sobre as relações de causalidade entre inovação e disponibilidade de capital empreendedor, bem como a crucial importância dos investidores-anjo e das aceleradoras de empresas para o desenvolvimento de projetos incipientes e inovadores.

Ademais, apresentamos números e informações sobre a situação do capital empreendedor no Brasil, os desafios que se apresentam para que essa modalidade de investimentos alcance maior relevo no País, e as propostas que oferecemos para enfrentá-los.

Não é necessário, contudo, repassar aqui as argumentações oferecidas ao longo dos demais tópicos deste texto sobre a relevância do capital empreendedor e das ações de Estado que podem ser elaboradas para a expansão desses investimentos. O essencial é destacar que as proposições legislativas oferecidas neste texto não representam um desenho final e acabado de medidas que podem se revelar como importantes para a modernização de nossa economia. Ao contrário, as propostas ora apresentadas são, essencialmente, um ponto de partida para as discussões que ocorrerão sobre esse importante tema no âmbito deste Congresso Nacional.

Afinal, é a partir da apresentação das proposições em anexo a esse estudo, com suas qualidades e seus defeitos, que esse ponto de partida se tornará público, inclusive com divulgação na rede mundial de computadores, possibilitando a ampliação dos debates que, até esse momento, ocorreram de forma inevitavelmente mais restrita.

Enfim, a intenção primordial desse estudo foi contribuir para que a sociedade brasileira disponha de propostas que possam ser objeto de críticas e de debates. Não se revela como um fim em si mesmo, mas apenas como mero instrumento para o aprimoramento de nosso ordenamento jurídico e, conseqüentemente, de nossa sociedade.

REFERÊNCIAS

- AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – ABDI. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro**. Brasília, 2011. Disponível em: <http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf>. Acesso em: dez. 2012.
- _____. **The Private Equity and Venture Capital Industry – Second Brazilian Census**. Brasília, 2011. Atualizado em março/2012. Disponível em: <http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2008/12/The-PEVC-Industry-Second-BR-Census-led-Revised-March-2012.pdf>
- _____. **Incentivos à Abertura de Capital em Bolsa de Valores**. Brasília, 2013. Disponível em: <http://www.abdi.com.br/Estudo/Incentivos%20a%20abertura_estudo_ABDI.pdf>. Acesso em: set. 2014.
- ANJOS DO BRASIL. **Informações sobre investimento-anjo**. [S.l.]. 2011. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/introducedilatildeo.html>>. Acesso em: set. 2014.
- _____. **Investimento-Anjo Aumenta em 25% no Brasil**. São Paulo, 2013. Disponível em: <<http://blog.anjosdobrasil.net/2013/11/investimento-anjo-aumenta-em-25-no.html>>. Acesso em: set.2014.
- ASIAMONEY. **The Desmise of Venture Capital**. Londres: Euromoney Trading Limited, mai.2005.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL PARA INCLUSÃO DIGITAL – ANID. **Entenda as diferenças entre incubadoras e aceleradoras**. [S.l.]. 2012. Disponível em: <<http://www.anid.com.br/site/index.php/ultimas/2965-entenda-as-diferencas-entre-incubadoras-e-aceleradoras.html>>. Acesso em: set. 2014.
- BERTONI, Fabio; CROCE, Annalisa; D’ADDA, Diego. Venture Capital investments and patenting activity of high-tech start-ups: a micro-econometric firm-level analysis. **Venture Capital**, [S.l.], v.12, n. 4, p. 307-326, October 2010.
- BILAU, José; COUTO, Eduardo. **Why Did Venture Capital Financing Fail for the PreStart-up Phase of my Innovative Firm? The View of Portuguese Nascent Entrepreneurs**. [S.l.], 2009.
- CARVALHO, Antonio G; GALLUCCI NETTO, Humberto; SAMPAIO, Joelson O. **Private Equity and Venture Capital in Brazil: an Analysis of its Recent Evolution**. [São Paulo], 2012. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1996729>>. Acesso em: dez.2012.

CASTRO, Bianca S.; SOUZA, Gustavo C. O papel dos Núcleos de Inovação Tecnológica (NITs) nas universidades brasileiras. **Liinc em Revista**, Rio de Janeiro, v.8, n.1, p 125-140, março, 2012. Disponível em: <https://www.academia.edu/2383915/O_papel_dos_Nucleos_de_Inovacao_Tecnologica_NITs_nas_universidades_brasileiras_The_role_of_Technological_Innovation_Centers_in_Brazilian_universities>. Acesso em: set. 2014.

THE EUROPEAN TRADE ASSOCIATION FOR BUSINESS ANGELS, SEED FUNDS AND EARLY STAGE MARKET PLAYERS – EBAN. **Angel Investment grows to € 5.5 billion**. [S.l.]. 2014. Disponível em: <<http://www.eban.org/angel-investment-grows-to-e5-5-billion/#VCyJP1d48S4>>. Acesso em: set.2014.

EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – EVCA. **Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe**. Research Paper. [S.l.], 2002. Disponível em: <http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf>. Acesso em: dez. 2012.

GERONIKOLAOU, George; PAPACHRISTOU, George. Venture Capital and Innovation in Europe. **Modern Economy**, [S.l.], n3, p. 454-459, July 2012. Disponível em: <<http://www.SciRP.org/journal/me>>. Acesso em: dez.2012.

GITAHY, Yuri. **Qual a diferença entre aceleradoras e incubadoras?** [S.l.]. 2011. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/pme/noticias/qual-a-diferenca-entre-aceleradoras-e-incubadoras>>. Acesso em: set. 2014.

HIRUKAWA, Masayuki; UEDA, Masako. Ueda. Venture Capital and innovation: which is first? **Pacific Economic Review**, [S.l.], n. 16, p. 421-465, 4:2011.

INSTITUTO DE APOIO ÀS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS E À INOVAÇÃO – IAPMEI; ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE CAPITAL DE RISCO E DESENVOLVIMENTO – APCRI. **Guia Prático do Capital de Risco**. [Lisboa]: 2006. Disponível em: <<http://www.iapmei.pt/resources/download/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf>>. Acesso em: dez. 2012.

KPMG; ABVCAP. **Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil**. [S.l.]. 2014. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/download/estudos/2325.pdf>>. Acesso em: set.2014

KORTUM, Samuel; LERNER, Josh. Assessing the contribution of Venture Capital to innovation. **Rand of Journal Economics**, v. 31, n. 4, p. 674-692, Winter 2000.

LERNER, Josh. The future of public efforts to boost entrepreneurship and Venture Capital. **Small Business Economics**, n. 35, p. 255-264, 2010.

MATSUDA, Humberto. **Quem é quem no ecossistema de startups?** [S.l.]. 2011. Disponível em: <<http://www.endeavor.org.br/artigos/start-up/aprendendo-a-ser-empresendedor/quem-e-quem-no-ecossistema-de-startups>>. Acesso em: set. 2014.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. **The New Economy: Beyond the Hype – The OECD Growth Project.** [Paris]: 2001. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/2/26/2380634.pdf>>. Acesso em: dez. 2012.

_____. **Venture Capital: Trends and Policy Recommendations.** [Paris]: 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/4/11/28881195.pdf>>. Acesso em: dez. 2012.

_____. **Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors.** [Paris]: 2011. Disponível em: <<http://www.oecd.org/sti/financinghigh-growthfirmstheroleofangelinvestors.htm>>. Acesso em: fev. 2014.

PENEDER, Michael. The impact of Venture Capital on innovation behaviour and firm growth. **Venture capital**, [S.l.], v.12, n. 2, p. 83-107, April 2010.

RAMALHO, Caio. **Fostering Innovation and Entrepreneurship in Brazil through Private Equity and Venture Capital Public Policies.** São Paulo: Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital – GVcepe, da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas – FGV-EAESP, 2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1607223>. Acesso em: dez. 2012.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital.** 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/pt-br.php>>. Acesso em: dez. 2012.

RUBIN, Julia Sass. Developmental Venture Capital: conceptualizing the field. **Venture capital**, [S.l.], v. 11, n. 4, p. 335-360, October, 2009.

SAMILA, Sampa; SORENSON, Olav. Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth. **The Review of Economics and Statistics**, [S.l.], n. 93 (1), p. 338-349, Feb, 2011.

SOHL, Jeffrey. **The Angel Investor Market in 2012: A Moderating Recovery Continues.** Center for Venture Research, University of New Hampshire, Durham, April, 2013. Disponível em: <http://paulcollege.unh.edu/sites/default/files/2012_analysis_report.pdf>. Acesso em set.2014.

TYKVOVÁ, Tereza. **Venture Capital in Germany and its impact on innovation.** Mannheim: Department of International Finance and Financial Management, Centre for European Economic Research (ZEW), 2000.

WANG, Jennifer Qinghua. Financing the Mining Industry in China. **The Chinese Economy**, [S.l.], v. 45, n. 3, p. 76-87, May-June 2012

WILSON, Karen E.; SILVA, F. Policies for Seed and Early Finance: Findings from the 2012 OECD Financing Questionnaire. **OECD Science, Technology and Industry Policy Papers**, n. 9. [Paris]: OECD Publishing, 2013. Disponível em: <http://www.oecd-ilibrary.org/science-and-technology/policies-for-seed-and-early-finance_5k3xqsf00j33-en>. Acesso em: fev. 2014.

WRIGHT, Mike; GILLIGAN, John; AMESS, Kevin. The economic impact of Private Equity: what we know and what we would like to know. **Venture Capital**, [S.l.], v. 11, n. 1, p. 1-21, January, 2009.

PROPOSIÇÕES LEGISLATIVAS

PROPOSIÇÕES LEGISLATIVAS

- I – Projeto de Lei Complementar que “estabelece incentivos, inclusive por meio do aprimoramento do ambiente de negócios no País, aos investimentos efetuados em participações empresariais por meio de capital empreendedor”.
- II – Requerimento de informações ao Senhor Ministro da Fazenda referentes à estimativa de impacto orçamentário e financeiro do Projeto de Lei Complementar que “dispõe sobre o aprimoramento do ambiente de negócios no País e estabelece incentivos aos investimentos efetuados mediante participações empreendedoras”.
- III – Requerimento para envio ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação, da Indicação em anexo que sugere uma abordagem para a elaboração da regulamentação à Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, que “institui o Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) e dá outras providências”.
- IV – Requerimento para envio ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Fazenda, da Indicação em anexo que sugere a elaboração de regulamentações, pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Seguros Privados, que objetivem a expansão dos investimentos de sociedades seguradoras e de resseguradores em fundos de investimento em participações.
- V – Requerimento para envio ao Poder Judiciário, por meio do Conselho Nacional de Justiça, da Indicação em anexo que sugere a adoção de medidas que permitam ao exequente o acesso, de forma centralizada, à informação dispersa nos diversos serviços notariais ou de registro quanto à existência ou inexistência de bens passíveis de serem indicados à penhora ou arresto, de maneira a possibilitar a averbação do direito de preferência do credor no referido registro ou serviço notarial.

PROJETO DE LEI COMPLEMENTAR Nº , DE 2014

(Dos Srs. membros do Centro de Estudos e Debates Estratégicos)

OBSERVAÇÃO:

Apesar da exigência de quórum qualificado para aprovação, as disposições da lei resultante dessa proposta serão “lei ordinária”, salvo quando se tratar de dispositivo reservado a lei complementar (notadamente, as disposições da Lei Complementar nº 123, de 2006).

Ademais, é importante que todas as propostas estejam sob uma única proposição legislativa, de forma que o debate seja, conseqüentemente, centralizado.

É oportuno destacar que o art. 34, inciso II, do Regimento Interno da Câmara dos Deputados prevê a constituição de Comissão Especial para dar parecer sobre “*proposições que versarem matéria de competência de mais de três Comissões que devam pronunciar-se quanto ao mérito, por iniciativa do Presidente da Câmara, ou a requerimento de Líder ou de Presidente de Comissão interessada*”. Desta forma, consideramos que esta proposição poderá ensejar a criação da referida Comissão Especial.

Estabelece incentivos, inclusive por meio do aprimoramento do ambiente de negócios no País, aos investimentos efetuados em participações empresariais por meio de capital empreendedor.

O Congresso Nacional decreta:

CAPÍTULO I DO OBJETO

Art. 1º Esta Lei Complementar estabelece incentivos, inclusive por meio do aprimoramento do ambiente de negócios no País, aos investimentos efetuados em participações empresariais por meio de capital empreendedor.

CAPÍTULO II DAS DEFINIÇÕES

Art. 2º Para os efeitos desta Lei Complementar, são estabelecidas as seguintes definições:

- I – fundo de investimento: comunhão de recursos, constituído sob forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, autorizado pelo órgão regulador de valores mobiliários;
- II – fundo de investimento em participações: fundo de investimento constituído sob a forma de condomínio fechado destinado à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, que participa do processo decisório das companhias investidas, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, e que atenda à regulação expedida pelo órgão regulador de valores mobiliários;
- III – fundo de investimento em participações empreendedoras (FIP-E): fundo de investimento em participações no qual, cumulativamente:
 - a) existam ao menos três quotistas que não sejam partes relacionadas entre si;
 - b) um único quotista ou qualquer grupo de quotistas que sejam partes relacionadas entre si não detenham 50% (cinquenta por cento) ou mais do total de quotas emitidas pelo fundo, e não detenham quotas que lhe deem direito ao recebimento de rendimento maior ou igual a 50% (cinquenta por cento) do total de rendimentos auferidos pelo fundo;
 - c) os dois maiores quotistas ou os dois maiores grupos de quotistas que sejam partes relacionadas entre si não detenham 95% (noventa e cinco por cento) ou mais do total de quotas emitidas pelo fundo, e não detenham quotas que lhe deem direito ao recebimento de rendimento maior ou igual a 95% (noventa e cinco por cento) do total de rendimentos auferidos pelo fundo;

OBSERVAÇÃO:

Com relação à alínea “c”, consideramos adequado que o fundo não seja exclusivo, e que também conte com mais do que apenas dois sócios. Trata-se, a propósito, de característica que já seria usual nos FIPs de capital empreendedor em operação no País.

A proposta é que os quotistas minoritários que não sejam partes relacionadas aos dois quotistas principais (não relacionados entre si) não tenham participação insignificante. Por esse motivo, existe a previsão de que a participação desses quotistas minoritários seja de, pelo menos, 5% do capital do fundo.

- d) o regulamento do fundo estabeleça que sejam informadas ao administrador do fundo, em até cinco dias úteis, transações que envolvam cessões de

- direitos sobre quotas ou que, de alguma forma, transfiram direitos relativos a recebimentos de rendimentos auferidos pelo fundo;
- e) o prazo de duração não seja superior a quinze anos, período no qual deverão ser alienados todos os investimentos realizados pelo fundo;
 - f) seja admitida a integralização de quotas em bens ou direitos, inclusive créditos, somente se o valor a ser integralizado estiver respaldado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada e quando, alternativamente:
 1. o quotista for entidade de previdência complementar ou uma das entidades de que trata o § 2º deste artigo;
 2. os bens e direitos integralizados sejam vinculados ao processo de recuperação de sociedades investidas que estejam em processo de recuperação judicial ou extrajudicial; ou
 3. o montante assim integralizado não superar, a partir do início do quarto ano da constituição do fundo, $2/3$ (dois terços) da diferença entre o patrimônio do fundo e a soma dos montantes integralizados na forma dos itens 1 e 2 desta alínea;

OBSERVAÇÃO:

O requisito de que trata o inciso III, alínea "f", item 3 (exigência de que ao menos $1/3$ do patrimônio do fundo seja integralizado por meio de ativos líquidos, e não bens e direitos) pode ser um importante critério de diferenciação entre FIPs direcionados a planejamento tributário daqueles efetivamente voltados ao capital empreendedor.

De toda forma, além da margem concedida (referente à possibilidade de que $2/3$ do patrimônio possam ser integralizados em bens e direitos e ao prazo de 4 anos para que essa regra seja atendida), estabelecemos também que tanto esse limite como o prazo para seu cumprimento poderão ser alterados pelo Poder Executivo, evitando assim a necessidade de nova lei para que esses parâmetros sejam alterados.

- g) as transações financeiras em espécie, inclusive para integralização de quotas, sejam excepcionais e não ultrapassem R\$ 10.000,00 (dez mil reais), vedadas transações consecutivas nessa modalidade com a mesma pessoa natural ou jurídica ou com suas partes relacionadas.

IV – fundo de investimento em quotas de fundos de investimento em participações empreendedoras (FIQ-FIP-E): fundo de investimento que aplique, no mínimo, 90% (noventa por cento) de seu patrimônio em quotas de fundos de investimento em participações empreendedoras, e cujo prazo de duração não seja superior

a vinte anos, período no qual deverão ser resgatados e alienados todos os investimentos realizados pelo fundo;

- V – investimento-anjo: investimento transitório, de duração não superior a oito anos, realizado por investidor-anjo em quotas ou ações de empresas de capital fechado cuja receita bruta seja igual ou inferior ao dobro do maior limite de que trata o art. 3º da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, no qual:

OBSERVAÇÃO:

Transitoriamente, nos termos do art. 25, o investimento-anjo e o investimento acelerador de empresas de que trata o art. 2º, inciso X, também poderão ser realizados por meio de aquisição de instrumentos de dívida quirografária conversível em quotas ou ações das empresas referidas no inciso, ou por meio de aquisição de bônus de subscrição ou opções de compra de quotas de emissão primária da sociedade investida, nas condições estabelecidas pelo dispositivo.

Consideramos ser importante que ocorra uma mudança na forma de realizar o investimento-anjo, uma vez que as dívidas conversíveis ou as opções de compra e os bônus de subscrição apenas se aproximam, no momento do investimento inicial, de efetivas participações societárias nas sociedades investidas.

- a) o investidor-anjo, ou ao menos um dos coinvestidores-anjo simultâneos, efetue acompanhamento e aconselhamento em aspectos técnicos, jurídicos ou mercadológicos referentes ao negócio da empresa investida;
- b) o investidor-anjo seja, a qualquer tempo, sócio minoritário da sociedade investida;
- c) o investidor-anjo não seja parte relacionada às empresas investidas ou a seus sócios, salvo se essa condição decorrer dos investimentos-anjo que realizar na empresa;
- d) as quotas ou ações adquiridas sejam de emissão primária da sociedade; e
- e) até o momento da alienação de todos os investimentos do investidor-anjo, a empresa investida efetue a alteração de sua natureza jurídica para sociedade por ações, caso não fosse esse o modelo societário empregado no momento do investimento inicial, e desempenhe suas atividades sob esse modelo por, no mínimo, seis meses;

OBSERVAÇÃO:

A previsão de que trata esta alínea “e” pode parecer por demais restritiva. Contudo, se o investimento-anjo não tiver sido exitoso, o lucro e, conseqüentemente, o benefício tributário da redução de alíquota de ganhos de capital de 15% para 5% será muito reduzido. Afinal, haveria um lucro muito modesto ou mesmo um prejuízo.

Por outro lado, a importância do benefício tributário pode ser expressiva no caso de investimentos-anjo exitosos. Nesse caso, a transição para um modelo de sociedade por ações seria menos traumática, e prepararia a empresa a receber investimentos de *venture capital*.

Ademais, a ausência dessa previsão poderá contribuir para que se proliferem, no País, investimentos que sejam declarados como anjos apenas para receberem o benefício fiscal de que trata esta proposição, sem que de fato sejam investimentos-anjo. Uma lei por demais aberta nesse aspecto poderia inviabilizar a iniciativa contida nesta minuta de proposição.

Deve-se destacar que o benefício tributário não está sendo concedido à ação empreendedora, por mais meritória que esta seja, mas à ação de acompanhamento e aconselhamento efetuado pelo investidor-anjo, que gera benefícios aos empreendedores. Esse é o motivo precípua de o investidor-anjo estar sujeito a uma tributação diferenciada em relação àquela aplicada ao empreendedor.

VI – investidor-anjo:

- a) pessoa natural cadastrada em associação de investidores-anjo ou em associação a ela equiparada; ou
- b) pessoa jurídica que tenha como objeto social a realização de investimentos-anjo e que, desde a sua constituição, tenha exclusivamente como sócios as pessoas naturais de que trata a alínea “a”;

VII – associação de investidores-anjo: associação sem fins lucrativos que conte com no mínimo vinte e cinco associados e que tenha a finalidade de fomentar investimentos-anjo, prestar informações sobre as características dessa modalidade de investimento e cadastrar potenciais investidores-anjo;

VIII – associação equiparada a associação de investidores-anjo: associação sem fins lucrativos que conte com no mínimo cento e cinquenta associados e que seja considerada entidade representativa de aceleradoras de empresas ou de investidores em fundos de investimento em participações empreendedoras;

IX – aceleradora de empresas: sociedade por ações que tenha como objeto social a realização de investimentos aceleradores de empresas;

- X – investimento acelerador de empresas: investimento transitório, de duração não superior a oito anos, realizado por aceleradora de empresas, em quotas ou ações de empresas de capital fechado cujos ativos totais e cuja receita bruta sejam iguais ou inferiores à décima parte dos limites respectivos de que trata o art. 3º, parágrafo único, da Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, no qual:
- a) exista seleção, fundamentada em critérios de competitividade, de empresas candidatas a receberem apoio;
 - b) seja realizado investimento financeiro nos projetos selecionados;
 - c) a aceleradora efetue acompanhamento e aconselhamento em aspectos técnicos, jurídicos ou mercadológicos referentes ao negócio da empresa investida;
 - d) a aceleradora seja, a qualquer tempo, sócia minoritária da sociedade investida;
 - e) a aceleradora não seja parte relacionada às empresas investidas ou a seus sócios, salvo se essa condição decorrer dos investimentos aceleradores de empresas realizados;
 - f) as quotas ou ações adquiridas sejam de emissão primária da sociedade;
 - g) até o momento da alienação de todos os investimentos da aceleradora de empresas, a empresa investida efetue a alteração de sua natureza jurídica para sociedade por ações, caso não fosse esse o modelo societário empregado no momento do investimento inicial, e desempenhe suas atividades sob esse modelo por, no mínimo, seis meses.

SOBRE AS DIFERENÇAS ENTRE “ACELERADORAS” E “INVESTIDOR-ANJO PESSOA JURÍDICA”:

Pretende-se possibilitar que investimentos de porte relativamente expressivo, como os indicados neste inciso X, possam também ser efetuados por empresas denominadas “aceleradoras de empresas” mediante a concessão de incentivos fiscais (além de outras proteções), sem que seja utilizada a estrutura de um FIP, a qual pode ser onerosa.

É oportuno mencionar que esse conceito difere daquele atualmente empregado para as atuais “aceleradoras de empresas”, apesar da coincidência de denominação. Afinal, o termo “aceleradora” é atualmente empregado para entidades que investem precipuamente em *start-ups* ou pequenos negócios, e não em empreendimentos de maior porte (não obstante, o conceito ora proposto incluiria, também as atuais aceleradoras).

Ademais, pode-se destacar que:

- para as aceleradoras, não há a restrição de que os sócios sejam investidores-anjo;
- no caso das aceleradoras, os administradores, procuradores e membros de órgãos técnicos ou consultivos são equiparados, salvo para efeitos fiscais, a investidores transitórios. Destaca-se que, no Capítulo III, são propostas regras diferenciadas a investidores transitórios nas hipóteses de desconsideração da personalidade jurídica das empresas investidas.

§ 1º Para fins desta Lei Complementar, os atuais Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Empresas Emergentes, Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura e Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação são considerados fundos de investimento em participações de que trata o inciso II, e, na hipótese de serem observadas as condições estabelecidas nesta Lei Complementar, serão também considerados fundos de investimento em participações empreendedoras.

§ 2º Caso o quotista seja o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, a Financiadora de Estudos e Projetos – Finep ou outros bancos de desenvolvimento, agências de fomento estatais ou instituições multilaterais de fomento, bem como as subsidiárias dessas entidades, os percentuais estipulados no inciso III, alínea “b”, do *caput* serão de 80% (oitenta por cento), e serão inaplicáveis os limites estipulados na alínea “c” do mesmo inciso.

§ 3º Na hipótese de se tratar de Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura de que trata a Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, o prazo de que trata o inciso III, alínea “e”, do *caput* será de vinte anos;

§ 4º Na hipótese de se tratar de FIQ-FIP-E no qual os fundos investidos, em sua totalidade, sejam Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura de que trata a Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, o prazo de que trata o inciso IV do *caput* será de vinte e cinco anos;

§ 5º Não será caracterizado descumprimento dos prazos de que tratam os incisos III, alínea “e”, IV, V e X do *caput* e os §§ 3º e 4º deste artigo o não encerramento do fundo, do investimento-anjo ou do investimento acelerador de empresas em decorrência de impossibilidades, referentes aos únicos ativos restantes do investimento realizado, decorrentes de:

- I – investimentos em empresas que se encontrem em recuperação judicial ou falência;
- II – pendências judiciais que impeçam a alienação de ativos; ou

III – outras circunstâncias graves e excepcionais ou outros impedimentos que impossibilitem a alienação de ativos, sendo que a mera existência de condições econômico-financeiras desfavoráveis para a alienação, por si só, não caracteriza essa circunstância.

§ 6º As restrições de que tratam as alíneas “b” e “c” do inciso III do *caput* são também aplicáveis a qualquer pessoa natural ou jurídica, em conjunto com suas partes relacionadas, que, embora não sendo quotistas, detenham direitos ao recebimento de rendimentos auferidos pelo fundo.

§ 7º Salvo para fins tributários, também serão considerados:

- I – como investimento-anjo, o investimento em curso cuja duração não seja superior ao limite temporal de que trata o inciso V do *caput*, ainda que não atenda ao requisito de que trata a alínea “e” do referido inciso, desde que cumpridos os demais requisitos estabelecidos por esta Lei Complementar para que seja classificado como investimento-anjo; e
- II – como investimento acelerador de empresas, o investimento em curso cuja duração não seja superior ao limite temporal de que trata o inciso X do *caput*, ainda que não atenda ao requisito de que trata a alínea “g” do referido inciso, desde que cumpridos os demais requisitos estabelecidos por esta Lei Complementar para que seja classificado como investimento acelerador de empresas;

§ 8º O Poder Executivo poderá:

OBSERVAÇÃO:

A redação deste § 8º é justificada como forma de evitar ofensa ao princípio constitucional da reserva de administração, o qual impede a ingerência normativa do Poder Legislativo em matérias sujeitas à exclusiva competência administrativa do Poder Executivo, especialmente em face ao teor da Emenda Constitucional nº 32, de 2001, que alterou o art. 84, VI, alínea “a” da Constituição Federal.

Por sua vez, a ausência do § 8º poderia, ao mesmo tempo, impedir o Poder Executivo, notadamente o órgão regulador de valores mobiliários, a complementar e aprimorar as definições de que tratam os incisos I a X do *caput* do art. 2º desta minuta, e a efetuar o registro de associações de investidores-anjo (ou associações a ela equiparadas) e de aceleradoras de empresas.

- I – dispensar os requisitos de que tratam as alíneas “a” a “c” do inciso III do *caput*, bem como modificar os percentuais de que tratam as alíneas “b” e “c” do referido inciso;

- II – alterar o limite e o prazo de que trata o item 3 da alínea “f” do inciso III do *caput*;
- III – estabelecer o requisito de que a pessoa natural, para ser caracterizada investidor-anjo, seja investidor qualificado para os fins específicos de realização de investimento-anjo, nos termos estabelecidos em regulamento;
- IV – estabelecer a necessidade de registro das associações de investidores-anjo, das associações a ela equiparadas e das aceleradoras de empresas de que tratam os incisos VII a IX do *caput* junto a órgãos ou entidades do Poder Executivo, e a elas estabelecer requisitos para que possam vir a ser registradas;
- V – estabelecer critérios ou condições para que as associações de que tratam os incisos VII e VIII do *caput* efetuem o cadastro de investidores-anjo;
- VI – alterar os limites de receita bruta de que tratam os incisos V e X do *caput*, e o limite referente ao valor de ativos totais de que trata o inciso X do *caput*;
- VII – dispor sobre outras modalidades de investimento que possam ser considerados investimento-anjo ou investimentos aceleradores de empresas;
- VIII – estabelecer critérios adicionais para a caracterização das definições de que tratam os incisos I a X do *caput*; e

OBSERVAÇÃO:

A possibilidade de que o investidor-anjo efetue cadastro junto a uma associação de investidores-anjo ou a uma associação representativa do segmento “capital empreendedor” pode parecer medida burocrática e desnecessária. Entretanto, consideramos que há alguns benefícios em acrescentar essa previsão, pois:

- possibilita que o registro do investidor-anjo seja juntado ao processo judicial que busca atingir, sobretudo em lides trabalhistas ou consumeristas, o patrimônio desse investidor em relação às dívidas da sociedade investida. Ocorre que, no Capítulo III desta proposição, há dispositivos que buscam resguardar o investidor-anjo (bem como as aceleradoras e os investidores de fundos de investimento em participações empreendedoras e seus gestores, procuradores e outros profissionais) no âmbito desses processos.
- pode auxiliar a comprovação junto à Receita Federal de que o interessado no benefício tributário é um investidor-anjo;
- pode, eventualmente, favorecer o desenvolvimento das associações de investidores-anjo e, assim, a realização de investimentos conjuntos pelos seus associados.

- IX – estabelecer restrições quanto à possibilidade de o quotista de FIP-E ou FIQ-FIP-E, desconsiderados os efeitos de seus investimentos nesses fundos, ser controlador das sociedades por eles investidas.

OBSERVAÇÃO:

As previsões de que tratam o § 8º, IX, e § 9º deste art. 2º podem ser importantes de forma a evitar que o acionista integrante do grupo de controle aumente ainda mais sua participação por meio do incentivo tributário concedido aos fundos de investimento em participações empreendedoras (FIP-E).

Deve-se destacar que o empreendedor continua a ser tributado pela sistemática atual. O incentivo tributário concedido ao FIP-E, mas não ao empreendedor decorre, dentre outros aspectos, da possibilidade desses fundos capacitarem as empresas investidas, propiciando ganhos de produtividade e a disseminação de *know-how* em gestão empresarial.

§ 9º A faculdade de que trata o § 8º, inciso IX, não se aplica caso o quotista seja o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, a Financiadora de Estudos e Projetos – Finep ou outros bancos de desenvolvimento, agências de fomento estatais ou instituições multilaterais de fomento, bem como as subsidiárias dessas entidades.

Art. 3º Para fins desta Lei Complementar:

- I – uma pessoa jurídica será sempre parte relacionada a outra pessoa jurídica quando:
 - a) uma delas for, direta ou indiretamente, controladora, controlada ou coligada em relação à outra; ou quando ambas, de qualquer forma, pertencerem ao mesmo grupo econômico; ou
 - b) os controladores de uma delas forem, essencialmente, os mesmos controladores da outra.
- II – uma pessoa natural será sempre parte relacionada a uma pessoa jurídica quando for:
 - a) administrador ou membro integrante do grupo de controle dessa pessoa jurídica ou das pessoas jurídicas que sejam partes relacionadas a ela; ou
 - b) parte relacionada às pessoas naturais de que trata a alínea “a” deste inciso.
- III – uma pessoa natural será sempre parte relacionada a outra pessoa natural quando:
 - a) dela for cônjuge, companheiro ou ainda parente ou afim até o quarto grau; ou
 - b) ambas integrarem um grupo de controle de uma sociedade empresária.

Parágrafo único. O Poder Executivo poderá estabelecer critérios adicionais para a caracterização do conceito de parte relacionada de que trata este artigo para fins do atendimento às disposições desta Lei Complementar.

Art. 4º Para fins desta Lei Complementar, investidores-anjo, aceleradoras de empresas e seus sócios, fundos FIP-E e FIQ-FIP-E e os quotistas desses fundos são considerados investidores transitórios em sociedades empresárias.

§ 1º As disposições do *caput* referentes aos investidores-anjo e às aceleradoras de empresas são restritas, respectivamente, aos investimentos-anjo e aos investimentos aceleradores de empresas que realizarem.

§ 2º Em relação aos investimentos efetuados por FIP-E e FIQ-FIP-E, são equiparados a investidores transitórios, salvo para efeitos fiscais, os gestores do fundo, bem como os administradores, procuradores e membros de órgãos técnicos ou consultivos do fundo ou de seus gestores, desde que sua atuação seja relacionada à gestão do fundo.

§ 3º Em relação aos investimentos efetuados pela aceleradora de empresas, são equiparados a investidores transitórios, salvo para efeitos fiscais, os administradores da aceleradora, bem como os procuradores e membros de órgãos técnicos ou consultivos da aceleradora.

CAPÍTULO III

DO APRIMORAMENTO DO AMBIENTE DE NEGÓCIOS NO PAÍS

Art. 5º O juiz somente poderá decretar a desconsideração da personalidade jurídica ouvido o Ministério Público e nos casos expressamente previstos em lei, sendo vedada a sua aplicação por analogia ou interpretação extensiva.

Art. 6º A parte que postular a desconsideração da personalidade jurídica ou a responsabilidade pessoal de sócios ou administradores indicará, em requerimento específico, as hipóteses que ensejariam a respectiva responsabilização, na forma de lei específica.

§ 1º As disposições do *caput* são também aplicáveis ao Ministério Público nos casos em que lhe couber intervir no processo.

§ 2º O não atendimento das condições estabelecidas no *caput* ou no § 1º ensejará o indeferimento liminar do pleito pelo juiz.

Art. 7º O juiz não decretará de ofício a desconsideração da personalidade jurídica.

Art. 8º Antes de decretar a responsabilidade dos sócios ou administradores por obrigações da pessoa jurídica, o juiz estabelecerá o contraditório, assegurando-lhes o prévio exercício da ampla defesa.

§ 1º O juiz, ao receber a petição, mandará instaurar o incidente, em autos apartados, comunicando ao distribuidor competente.

§ 2º Os sócios ou administradores da pessoa jurídica serão citados ou, se já integravam a lide, serão intimados, para se defenderem no prazo de quinze dias, sendo-lhes facultada a produção de provas, após o que o juiz decidirá o incidente.

§ 3º Sendo várias as pessoas físicas eventualmente atingidas, os autos permanecerão em cartório, e o prazo de defesa para cada uma delas contar-se-á a partir da respectiva citação, quando não figuravam na lide como partes, ou da intimação pessoal se já integravam a lide, sendo-lhes assegurado o direito de obter cópia reprográfica de todas as peças e documentos dos autos ou das que solicitar e o de juntar novos documentos.

Art. 9º Presume-se em fraude à execução a alienação ou oneração de bens pessoais de sócios ou administradores da pessoa jurídica, capaz de reduzi-los à insolvência, quando, ao tempo da alienação ou oneração, tenham sido eles citados ou intimados da pendência de decisão acerca do pedido de desconsideração da personalidade jurídica, ou de responsabilização pessoal por dívidas da pessoa jurídica.

§ 1º Instaurado o incidente de que trata o art. 8º, § 1º, o exequente poderá obter certidão comprobatória do ato, com identificação das partes e valor da causa, para fins de averbação no registro de imóveis, registro de veículos ou registro de outros bens sujeitos à penhora ou arresto.

§ 2º Efetuadas as averbações de que trata o § 1º deste artigo, serão observadas as disposições dos §§ 1º a 4º do art. 615-A da Lei nº 5.869, de 11 de janeiro de 1973 – Código de Processo Civil, ou de dispositivos equivalentes de lei sucedânea.

Art. 10. Na ausência dos pressupostos de que tratam os arts. 50 e 1.080 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Código Civil, os investidores transitórios não responderão além do valor de suas quotas pelas obrigações da sociedade que nela tiverem realizado investimentos.

Parágrafo único. Os investidores transitórios que não detiverem quotas da sociedade investida responderão apenas na presença de um dos pressupostos de que tratam os arts. 50 e 1.080 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Código Civil.

Art. 11. Na execução judicial movida em face de um fundo de investimento, a penhora ou arresto se limitará ao patrimônio do fundo, sendo impenhoráveis, na execução, os demais bens dos quotistas do fundo.

Parágrafo único. As disposições do *caput* não se aplicam:

I – às dívidas decorrentes de:

- a) negócios realizados pelo fundo em instrumentos derivativos; ou
- b) quaisquer outras transações do fundo que possam resultar em perdas superiores ao capital aplicado.

- II – aos fundos de investimento nos quais sejam observados os pressupostos de que trata o art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Código Civil; e
- III – ao quotista ou investidor transitório diretamente responsável nos termos do art. 1.080 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Código Civil.

Art. 12. O art. 7º da Lei nº 12.527, de 18 de novembro de 2011, passa a vigorar com a seguinte redação:

“**Art. 7º**

VIII – de forma centralizada, a informação atualizada relativa à existência ou inexistência, no território nacional, de ações judiciais, salvo em relação àquelas protegidas por sigilo ou segredo de justiça, em qualquer foro ou grau de jurisdição, ou de sentença estrangeira homologada no País, nas quais qualquer pessoa natural ou jurídica seja ré, bem como informações essenciais sobre essas ações e sentenças.

.....

§ 7º O Conselho Nacional de Justiça – CNJ poderá estabelecer as diretrizes para a efetivação dos direitos de que trata o inciso VIII do *caput*, inclusive estipulando parâmetros e prazos para a realização das ações necessárias para essa finalidade.” (NR)

Art. 13. A Consolidação das Leis do Trabalho passa a vigorar acrescida do seguinte art. 880-A e com as seguintes alterações ao art. 883:

“**Art. 880-A.** É vedado o redirecionamento da execução contra membros de órgãos técnicos ou consultivos da empresa devedora, contra procuradores dessa empresa, ou contra os investidores transitórios definidos em lei que não sejam administradores da empresa devedora, salvo na hipótese de existir prévia comprovação de que atuaram com culpa ou dolo, ou em manifesta violação da lei, do contrato social ou do estatuto.

Parágrafo único. A eventual responsabilidade das pessoas de que trata o *caput* deste artigo será limitada ao período de sua atuação junto à empresa devedora.” (NR)

“**Art. 883.**

§ 1º O bloqueio de conta corrente ou aplicação financeira e a penhora ou arresto sobre o dinheiro limitar-se-ão ao valor da condenação, atualizado e acrescido das despesas processuais.

§ 2º Verificado o bloqueio de valor que exceda o mencionado no *caput*, o juiz da execução determinará, dentro de quarenta e oito horas, o desbloqueio do valor excedente, sob pena de responsabilidade.

§ 3º É impenhorável a conta corrente destinada exclusivamente ao pagamento de salários dos empregados da empresa executada.

§ 4º Presume-se em fraude à execução a movimentação da conta corrente para fim diverso do indicado no § 3º, bem como o esgotamento de recursos financeiros porventura existentes em outras contas ou aplicações financeiras após a intimação do executado.” (NR)

CAPÍTULO IV DO DESENVOLVIMENTO REGIONAL POR MEIO DE INVESTIMENTOS EMPREENDEDORES

Art. 14. A Lei nº 7.827, de 27 de setembro de 1989, passa a vigorar com as seguintes alterações ao art. 3º e acrescida dos seguintes arts. 9º-B e 9º-C:

“**Art. 3º**

.....

XIII – realização de investimento em fundos de investimento em participações empreendedoras, conforme definido em lei, nos quais esses recursos sejam direcionados a investimentos em participações em empresas que atuem na região beneficiada pelo Fundo Constitucional.” (NR)

“**Art. 9º-B.** Os bancos administradores poderão investir até 10% (dez por cento) dos recursos do Fundo Constitucional em fundos de investimento em participações empreendedoras nos quais:

- I – um valor equivalente a, no mínimo, o valor investido pelo Fundo Constitucional no fundo de investimento em participações empreendedoras seja direcionado a participações em empresas que desenvolvam suas atividades operacionais na região beneficiada;
- II – não mais de 80% (oitenta por cento) do capital do fundo de investimento em participações empreendedoras seja oriundo do próprio Fundo Constitucional;
- III – no mínimo 5% (cinco por cento) do capital do fundo de investimento em participações empreendedoras não seja oriundo de órgãos da administração direta, fundos especiais, autarquias, fundações públicas, empresas públicas, sociedades de economia mista e demais entidades controladas direta ou indiretamente pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios.
- IV – o administrador e o gestor do fundo de investimento em participações empreendedoras detenham, no mínimo, cinco anos de comprovada gestão de fundos de investimento em participações empreendedoras;

OBSERVAÇÃO:

Nas disposições transitórias (art. 26) é estabelecido que, nos dez anos subsequentes à aprovação desta Lei Complementar, a experiência de que trata este inciso IV poderá ser comprovada mediante a participação como administrador ou gestor de FIP, e não apenas de FIP-E.

- V – as empresas investidas pelo fundo de investimento em participações empreendedoras estejam, no momento do investimento, em efetivo funcionamento há, no mínimo, três anos;
- VI – sejam públicos, inclusive por meio de divulgação gratuita na rede mundial de computadores, o regulamento e as demonstrações financeiras do fundo, os pareceres dos auditores independentes, a identificação das empresas investidas, os estatutos sociais dessas empresas e as alterações desses estatutos, bem como todos os documentos que sejam disponibilizados aos quotistas do fundo que não contenham informações consideradas estratégicas pelo administrador do fundo de investimento de participações empreendedoras, de forma concomitante à disponibilização aos quotistas.

§ 1º Caso apenas uma fração das receitas operacionais da empresa investida pelo fundo de investimento em participações empreendedoras seja oriunda de atividades desenvolvidas na região beneficiada, apenas o resultado da multiplicação dessa fração pelo valor investido na empresa será considerado para fins da apuração do montante investido por esse fundo na região.

§ 2º O requisito de que trata o inciso V deste artigo será dispensado na hipótese de no mínimo 5% (cinco por cento) do capital do fundo de investimento em participações empreendedoras ser oriundo, isoladamente ou em conjunto, do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico ou Social – BNDES, da Financiadora de Estudos e Projetos – Finep, ou de subsidiárias dessas entidades.

§ 3º Os bancos administradores poderão também repassar os recursos, de que trata o *caput*, a outras instituições financeiras, autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, aptas a realizar adequadamente essa modalidade de investimentos.

§ 4º O auditores independentes do fundo de investimento de participações empreendedoras:

- I – se pronunciarão quanto ao cumprimento da legislação e das regulamentações do órgão regulador de valores mobiliários, especialmente no que se refere à observância das restrições aplicáveis às partes relacionadas; e
- II – responderão civilmente na hipótese de dolo ou culpa no exercício de suas funções que tenha possibilitado ou agravado prejuízos aos quotistas.

§ 5º Instaurado processo administrativo contra os auditores independentes, o órgão regulador de valores mobiliários poderá, considerada a gravidade da infração,

cauteladamente, determinar ao fundo de investimento em participações empreendedoras a substituição do prestador de serviços de auditoria independente.” (NR)

“Art. 9º – C. O Poder Executivo poderá estabelecer critérios específicos de remuneração aos bancos administradores em relação aos investimentos que realizarem em fundos de investimento em participações empreendedoras com recursos do Fundo Constitucional.

§ 1º O lucro ou prejuízo das operações em fundos de investimento em participações empreendedoras de que trata o *caput* será compartilhado entre o Fundo Constitucional e o banco administrador, embora o Poder Executivo possa estipular:

- I – que a parcela atribuída ao Fundo Constitucional no compartilhamento de resultados de que trata este parágrafo seja superior a 50% (cinquenta por cento), caso em que uma proporção maior do lucro ou prejuízo será a ele atribuído; e
- II – que, para fins de estímulo à realização de investimentos em fundos de investimento em participações empreendedoras pelo banco administrador, o Fundo Constitucional responda por uma proporção do prejuízo superior à que lhe seria devida na hipótese de lucro.

§ 2º Na hipótese de haver repasse de recursos do banco administrador para outra instituição financeira para a realização de investimentos em fundos de investimento em participações empreendedoras:

- I – o compartilhamento dos lucros ou prejuízos de que trata o § 1º será entre o Fundo Constitucional e a instituição recebedora do repasse;
- II – a remuneração da instituição recebedora do repasse, salvo em relação à parcela de que trata o inciso IV, e o compartilhamento de resultados de que trata o inciso I serão os mesmos daqueles empregados na hipótese de o banco administrador efetuar diretamente o investimento no fundo de investimento em participações empreendedoras;
- III – caberá ao banco administrador o risco referente ao retorno dos recursos devidos ao Fundo Constitucional pela instituição financeira recebedora do repasse por ocasião das amortizações ou resgates de quotas do fundo de investimento em participações empreendedoras; e
- IV – o Poder Executivo poderá estabelecer ao banco administrador uma remuneração em decorrência do risco incorrido de que trata o inciso III e dos dispêndios administrativos relacionados ao processo de seleção e contratação da instituição financeira recebedora do repasse.

§ 4º Para efeito do cálculo da taxa de administração a que fazem jus os bancos administradores, serão deduzidos do patrimônio líquido dos Fundos Constitucionais os valores repassados às instituições financeiras nos termos do § 2º deste artigo.” (NR)

CAPÍTULO V

DOS INVESTIMENTOS NO SETOR DE PETRÓLEO E GÁS NATURAL

Art. 15. Na hipótese de haver, nas atividades de exploração, desenvolvimento e produção de petróleo e gás natural, a obrigatoriedade de realização de despesas qualificadas com pesquisa e desenvolvimento, ainda que por meio de entidades não vinculadas ao concessionário, até 10% (dez por cento) dessas despesas obrigatórias podem ser direcionadas a fundos de investimento em participações empreendedoras que invistam, exclusivamente, em participações em empresas do setor de petróleo ou de gás natural.

§ 1º Na hipótese de, no mínimo, 5% (cinco por cento) do capital do fundo de investimento em participações empreendedoras ser oriundo, isoladamente ou em conjunto, do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, da Financiadora de Estudos e Projetos – Finep, de outros bancos de desenvolvimento, agências de fomento estatais ou instituições multilaterais de fomento, bem como das subsidiárias dessas entidades, o limite de que trata o *caput* será de 20% (vinte por cento).

§ 2º O Poder Executivo poderá aumentar os percentuais de que tratam o *caput* e a parte final do § 1º, bem como reduzir o percentual de que trata a parte inicial do mesmo parágrafo.

CAPÍTULO VI

DA PARTICIPAÇÃO DO ESTADO EM EMPRESAS INOVADORAS

Art. 16. A Lei nº 9.491, de 9 de setembro de 1997, passa a vigorar com as seguintes alterações ao art. 3º:

“**Art. 3º**

Parágrafo único. As disposições do *caput* também são aplicáveis às subsidiárias das entidades nele referidas, bem como à Financiadora de Estudos e Projetos – Finep e suas subsidiárias que venham a ser constituídas, as quais também poderão, inclusive, subscrever ou adquirir ações, quotas ou valores mobiliários conversíveis em ações, bem como opções de compra de ações ou quotas, observada a restrição de que trata a parte final do *caput*.” (NR)

CAPÍTULO VII

DA REDUÇÃO DE CUSTOS RELATIVOS A PUBLICAÇÕES OBRIGATÓRIAS

Art. 17. A Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, passa a vigorar com as seguintes alterações:

“**Art. 289.**

.....

§ 8º As companhias fechadas, desde que não sejam consideradas como sociedades de grande porte nos termos do art. 3º, parágrafo único, da Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, ou de dispositivo equivalente de lei sucedânea, poderão optar por divulgar, exclusivamente na rede mundial de computadores, as informações que devam constar em cada uma das publicações ordenadas pela presente Lei, desde que:

- I – essas informações sejam, na íntegra e nos prazos previstos por esta Lei, arquivadas no registro de comércio e disponibilizadas gratuitamente na rede mundial de computadores;
- II – a divulgação na rede mundial de computadores apresente o endereço do órgão do registro do comércio ao qual o interessado poderá se dirigir para consultar as informações nele arquivadas.
- III – o endereço eletrônico utilizado para a divulgação das informações de que trata este artigo não apresente extensão que dificulte sobremaneira sua digitação por parte do usuário;
- IV – o endereço eletrônico de que trata o inciso III deste parágrafo não seja alterado e permaneça em funcionamento por, no mínimo, cinco anos após a última inserção de informações, salvo se houver redirecionamento automático para novo endereço no qual essas informações sejam disponibilizadas;
- V – uma vez disponibilizadas, as informações não sejam removidas enquanto o respectivo endereço eletrônico no qual tiverem sido apresentadas estiver em funcionamento;

§ 9º O órgão regulador de valores mobiliários poderá, em relação às companhias abertas que não sejam consideradas como sociedades de grande porte nos termos da Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, ou sua sucedânea, dispor sobre a divulgação exclusiva, na rede mundial de computadores, das informações que devam constar em cada uma das publicações ordenadas pela presente Lei, desde que:

- I – sejam observados, no mínimo, os requisitos de que tratam os incisos I a V do § 8º deste artigo; e
- II – a companhia aberta informe, preliminarmente à divulgação de informações de que trata o *caput* deste artigo, o endereço eletrônico a ser utilizado para a divulgação ao órgão regulador de valores mobiliários.

§ 10. Os órgãos do registro do comércio e o órgão regulador de valores mobiliários poderão dar publicidade, inclusive por meio da rede mundial de computadores, aos endereços eletrônicos divulgados em decorrência das disposições dos §§ 8º e 9º deste artigo.

§ 11. O Poder Executivo poderá dispor sobre critérios para que as sociedades consideradas como sociedades de grande porte nos termos do art. 3º, parágrafo único, da Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, possam usufruir das prerrogativas estabelecidas por meio dos §§ 8º e 9º deste artigo.” (NR)

CAPÍTULO VIII

DO SIMPLES NACIONAL E DE OUTRAS NORMAS TRIBUTÁRIAS

Art. 18. Os arts. 3º, 17 e 30 da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, passam a vigorar com a seguinte redação:

“**Art. 3º**

.....

§ 4º

.....

X – (revogado)

.....

§ 16. Os incisos I a V e VII do § 4º não se aplicam:

- I – caso a pessoa jurídica, o empresário ou a empresa referidos nesses incisos não desenvolvam atividades conexas, nos termos do § 17, com a pessoa jurídica referida no *caput* do § 4º; ou
- II – caso as hipóteses de que tratam esses incisos sejam verificadas exclusivamente em decorrência da participação de fundo de investimento em participações empreendedoras, conforme definido em lei, na pessoa jurídica referida no *caput* do § 4º.

§ 17. Para fins do disposto no § 16, são conexas as atividades:

- I – enquadradas na mesma subclasse da Classificação Nacional de Atividades Econômicas – CNAE, definida e divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE; ou
- II – realizadas por diferentes pessoas jurídicas sem que exista propósito comercial que justifique a sua realização por pessoas jurídicas distintas, conforme estabelecido em resolução do Comitê Gestor do Simples Nacional.” (NR)

OBSERVAÇÃO:

As propostas referentes às atividades conexas são importantes sobretudo para os investidores-anjo e para as aceleradoras de empresas.

Afinal, apenas após a alienação das participações será possível saber (i) se o investimento temporário dos anjos e aceleradoras cumpriu os prazos máximos de duração estabelecidos por este Projeto de Lei Complementar; e (ii) se a empresa investida efetivamente alterou seu modelo societário para o modelo de sociedade por ações, caso não fosse esse o modelo vigente por ocasião do investimento inicial.

Essas duas características são essenciais para a identificação de um investimento-anjo ou de um investimento acelerador de empresas. Sem essas restrições, haveria um expressivo risco de que qualquer sócio de qualquer empresa pudesse pleitear o benefício tributário que deveria ser destinado exclusivamente a esses investidores temporários que contribuem não apenas com capital, mas também com conhecimento, experiência e com sua rede de relacionamentos para a viabilização e o desenvolvimento das empresas investidas.

Em suma, no momento da aquisição da participação não será possível saber se o investimento é, de fato, um investimento-anjo ou um investimento acelerador de empresas. Esse aspecto inviabiliza a inserção, na Lei Complementar nº 123, de uma regra similar à que este projeto propõe para os FIP-E.

Ante essa dificuldade, optamos por criar o conceito de “atividades conexas”. De acordo com o projeto, são conexas as atividades:

- enquadradas na mesma subclasse da Classificação Nacional de Atividades Econômicas – CNAE, definida e divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE; ou
- realizadas por diferentes pessoas jurídicas sem que exista propósito comercial que justifique a sua realização por pessoas jurídicas distintas, conforme estabelecido em resolução do Comitê Gestor do Simples Nacional. Trata-se da situação na qual, apesar de essas duas pessoas jurídicas desempenharem atividades econômicas em subclasses distintas da CNAE, não se verificam razões suficientemente fortes para que essas atividades não sejam praticadas por uma única empresa, ao invés de duas. As características que apontariam essa situação de fragmentação indevida de uma pessoa jurídica seriam estabelecidas por meio de resoluções do Comitê Gestor do Simples Nacional. De toda forma, na ausência dessas resoluções, apenas seriam conexas as atividades enquadradas na mesma subclasse da CNAE.

Enfim, a motivação para criar o conceito de atividades conexas está relacionada à viabilização da inclusão, no regime incentivado do Simples, da pessoa jurídica de cujo capital participe outra pessoa física ou jurídica de que tratam os incisos I a V e VII do § 4º do art. 3º da Lei Complementar nº 123, desde que a pessoa jurídica, o empresário ou a empresa referidos nesses incisos não desenvolvam atividades conexas com a empresa investida inscrita no Simples.

“Art. 17.

§ 5º O inciso II do *caput* não se aplica caso, observadas as demais disposições desta Lei Complementar:

- I – o sócio nele referido realize operações financeiras no País de acordo com as normas e condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional e não participe do capital de outra empresa que desenvolva atividade conexa

à da microempresa ou empresa de pequeno porte referida no *caput* deste artigo, nos termos do disposto no § 17 do art. 3º; ou

- II – a sociedade de que trata o inciso II do *caput* seja decorrente, exclusivamente, de sua condição de quotista de fundos de investimento em participações empreendedoras ou de fundos de investimento em quotas desses fundos.

§ 6º O inciso III do *caput* não se aplica caso a participação da entidade da administração pública seja decorrente de sua condição de quotista de fundo de investimento em participações empreendedoras.” (NR)

“Art. 30.

§ 3º

- I – alteração de natureza jurídica para Sociedade Empresária em Comandita por Ações, Sociedade em Conta de Participação ou estabelecimento, no Brasil, de Sociedade Estrangeira;

§ 4º Não ocorrerá exclusão do Simples Nacional quando, presentes as hipóteses de que tratam os incisos III e IV do § 3º deste artigo, forem observadas, respectivamente, as condições de que tratam o § 16 do art. 3º e o § 5º do art. 17 desta Lei Complementar.” (NR)

Art.19. Para a apuração da base de cálculo do imposto de renda incidente sobre o ganho de capital de que tratam os arts. 20 e 22, serão aplicados os parâmetros de que tratam os §§ 1º e 2º deste artigo.

§ 1º A base de cálculo do imposto será apurada ajustando o valor do investimento por meio de sua multiplicação com o fator de ajuste FA, que será determinado pela fórmula $FA = (1 + i)^{(m/12)}$, onde $i = 0,045$ e o expoente “m” corresponde ao número de meses-calendário ou fração decorridos entre a data de realização do investimento ou aplicação no fundo e o mês da alienação do investimento ou de amortização ou resgate de quota.

§ 2º Para fins do cálculo de que trata o § 1º, serão consideradas as datas nas quais foram integralizadas as quotas ou efetuados os desembolsos referentes aos investimentos realizados.

§ 3º O Poder Executivo poderá alterar o fator “i” de que trata o § 1º de maneira que reflita as expectativas ou metas de inflação para a economia brasileira.

Art. 20. Aplica-se aos FIP-E e aos FIQ-FIP-E o disposto nos arts. 2º e 3º da Lei n.º 11.312, de 27 de junho de 2006, observadas as disposições dos §§ 1º e 2º deste artigo.

§ 1º Sem prejuízo do disposto no § 5º do art. 2º da Lei n.º 11.312, de 27 de junho de 2006, os rendimentos e ganhos auferidos por beneficiário residente ou domiciliado no

País que seja investidor dos fundos de que trata o *caput* serão tributados pelo imposto de renda à alíquota de 10% (dez por cento).

§ 2º A alíquota de que trata o § 1º será de 5% (cinco por cento) para a parcela do ganho de capital oriundo de alienações, realizadas mediante oferta pública inicial de ações em bolsa de valores, de participações em sociedades anônimas que eram de capital fechado no momento da realização dos investimentos do fundo nessas sociedades.

OBSERVAÇÃO:

Consideramos que o benefício econômico será maior caso o desenvolvimento da empresa investida seja rápido, o que possibilitaria desinvestimentos mais céleres, propiciando que esses recursos sejam alocados a outras empresas promissoras que deles necessitem.

Assim, a alíquota do tributo poderia ser mais favorecida no caso de fundos de investimento em participações empreendedoras de duração mais curta, ao invés de mais longa.

Todavia, por simplicidade, optamos por propor uma tributação favorecida independentemente da duração do fundo, de forma a não estimular desinvestimentos precoces.

§ 3º Os rendimentos auferidos por meio de aplicação nos fundos de que trata o *caput* serão tributados de forma definitiva na fonte e, no caso de pessoas jurídicas, não integram o lucro real, presumido ou arbitrado.

§ 4º Na hipótese de os fundos de que trata o *caput* descumprirem os prazos de que tratam os incisos III, alínea “e”, e IV do art. 2º, e os §§ 3º e 4º do mesmo artigo, e de inexistirem as exceções de que trata o art. 2º, § 5º, as alíquotas de que tratam os §§ 1º e 2º deste artigo serão de 15% (quinze por cento).

Art. 21. O art. 1º da Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 1º

§ 1º-A. Além dos dispositivos previstos no § 1º, consideram-se novos os projetos de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação implementados por sociedades que atendam à regulamentação do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação, a partir da data por ela estipulada.

§ 2º Os novos projetos de que tratam os §§ 1º e 1º-A deste artigo poderão constituir-se na expansão de projetos já existentes, implantados ou em processo de implantação, sendo que, no caso dos projetos de que trata o § 1º,

os investimentos e os resultados da expansão deverão estar segregados mediante a constituição de sociedade de propósito específico.

.....” (NR)

Art. 22. O ganho de capital ocorrido na alienação de investimento-anjo ou investimento acelerador de empresas será tributado mediante:

- I – alíquota de 2,5% (dois inteiros e cinco décimos por cento) na hipótese de o ganho de capital corresponder a uma vez e meia o valor investido; e
- II – alíquota de 5% (cinco por cento) para a parcela do ganho de capital que ultrapassar o limite de que trata o inciso I deste artigo.

§ 1º Os ganhos serão tributados de forma definitiva e, no caso de pessoa jurídica, não integrarão o lucro real, presumido ou arbitrado.

§ 2º Na hipótese de o investimento-anjo ou o investimento acelerador de empresas descumprir os prazos de que tratam o art. 2º, incisos V ou X, e de inexistirem as excepcionalidades de que trata o § 5º do mesmo artigo, o ganho de capital ocorrido na alienação dos investimentos de que trata o *caput* será tributado pelo imposto de renda à alíquota de 15% (quinze por cento).

CAPÍTULO IX

DA HARMONIZAÇÃO DOS INCENTIVOS A INVESTIMENTOS

Art. 23. O art. 3º da Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004, passa a vigorar com a seguinte redação, sendo renumerado o atual parágrafo único como § 2º:

“**Art. 3º** Serão tributados pelo imposto de renda de forma definitiva à alíquota de 10% (dez por cento):

- I – os ganhos líquidos auferidos por pessoa física em operações no mercado à vista de ações nas bolsas de valores e em operações com ouro ativo financeiro cujo valor das alienações, realizadas em cada mês, seja igual ou inferior a R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), para o conjunto de ações e para o ouro ativo financeiro respectivamente;
- II – a remuneração produzida por letras hipotecárias, certificados de recebíveis imobiliários e letras de crédito imobiliário.
- III – os rendimentos distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliários cujas quotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado;
- IV – a remuneração produzida por Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, Warrant Agropecuário – WA, Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e

Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, instituídos pelos arts. 1º e 23 da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004;

- V – a remuneração produzida pela Cédula de Produto Rural – CPR, com liquidação financeira, instituída pela Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994, alterada pela Lei nº 10.200, de 14 de fevereiro de 2001, desde que negociada no mercado financeiro.

§ 1º Os ganhos, as remunerações e os rendimentos de que tratam os incisos I a V do *caput*, quando auferidos por pessoa jurídica, não integrarão o lucro real, presumido ou arbitrado.

.....” (NR)

OBSERVAÇÃO:

Por meio desse dispositivo, propomos que os incentivos a investimentos sejam mais equânimes entre si, motivo pelo qual tornamos mais próxima a tributação incidente sobre esses investimentos.

Não nos parece adequado que, enquanto um investimento de renda fixa praticamente livre de risco de mercado não seja tributado, os rendimentos decorrentes de aquisição de participações em empresas, que apresentam expressivo risco e que tenham significativa importância para a economia, sejam tributados mediante a alíquota de 15%.

Art. 24. O art. 2º da Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, passa a vigorar com a seguinte redação:

“**Art. 2º** Os rendimentos auferidos no resgate e na amortização de cotas do FIP-PD&I e do FIP-IE, inclusive quando decorrentes da liquidação do fundo, ficam sujeitos à incidência do imposto sobre a renda na fonte à alíquota de 5% (cinco por cento) sobre a diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição das cotas.

§ 1º Os ganhos auferidos na alienação de cotas de fundos de investimento de que trata o *caput* deste artigo serão tributados à alíquota de 5% (cinco por cento) como ganho líquido em operações realizadas dentro ou fora de bolsa.

.....

§ 3º Os rendimentos e ganhos auferidos no resgate, amortização e alienação de cotas dos fundos de que trata o *caput* deste artigo serão tributados de forma definitiva na fonte e, no caso de pessoas jurídicas, não integrarão o lucro real, presumido ou arbitrado.

.....

§ 5º Na hipótese de liquidação ou transformação do fundo, conforme previsto no § 9º do art. 1º desta Lei, aplicar-se-ão as alíquotas previstas:

- I – nos arts. 2º e 3º da Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006, caso sejam atendidos os requisitos para que o fundo seja considerado Fundo de Investimento em Participações, Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações ou Fundo de Investimento em Empresas Emergentes; ou
- II – nos incisos I a IV do *caput* do art. 1º da Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004, nos demais casos.” (NR)

CAPÍTULO X DAS DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS

Art. 25. Nos cinco primeiros anos após a publicação desta Lei Complementar, o investimento-anjo de que trata o art. 2º, inciso V, e o investimento acelerador de empresas de que trata o inciso X do mesmo artigo também poderão ser realizados por meio de aquisição de:

- I – instrumentos de dívida quirografária conversível em quotas ou ações emitidas pela sociedade investida;
- II – bônus de subscrição de emissão da sociedade investida, caso essa sociedade seja sociedade anônima; ou
- III – opções de compra de quotas de emissão primária da sociedade investida, caso essa sociedade não seja sociedade anônima.

§ 1º As transações de que trata o *caput* serão efetuadas exclusivamente com a sociedade investida, sendo que os pagamentos serão efetuados por meio de transferência bancária e os respectivos contratos serão transcritos, em até trinta dias de sua realização, no Registro de Títulos e Documentos na forma do art. 127 da Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973.

§ 2º O Poder Executivo poderá antecipar ou prorrogar a vigência do disposto no *caput* deste artigo.

Art. 26. Nos dez anos subsequentes à entrada em vigor desta Lei Complementar, a experiência de que trata a redação do novo art. Art.9º-B, inciso IV, da Lei nº 7.827, de 27 de setembro de 1989, poderá ser comprovada por meio da gestão de fundos de investimento em participações.

Art. 27. Os fundos de investimento em participações criados a partir da publicação desta Lei Complementar terão a duração máxima de que tratam o inciso III, alínea “e”, e o § 3º do art. 2º, e os fundos de investimento em quotas desses fundos terão a

duração máxima de que trata o inciso IV e o § 4º do art. 2º, períodos nos quais deverão ser alienados todos os investimentos realizados pelos referidos fundos.

§ 1º Os atuais fundos de investimento em participações serão encerrados após decorridos vinte anos da data de publicação desta Lei Complementar, ou após vinte e cinco anos, no caso de fundos de investimento em quotas desses fundos ou de Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura de que trata a Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, períodos nos quais deverão ser alienados todos os investimentos realizados pelos referidos fundos.

OBSERVAÇÃO:

Acerca das disposições desse § 1º, é oportuno observar que não nos parece razoável que um fundo de investimento em participações possa permanecer em funcionamento por, digamos, 100 anos, uma vez que, nesse caso, o pagamento do respectivo imposto sobre ganhos de capital ocorrerá apenas no encerramento do fundo, e desde que os ativos que o compõem sejam alienados.

Por esse motivo, consideramos ser importante que, após os prazos que aqui nos referimos, de 20 ou de 25 anos, a depender do tipo de fundo, esses fundos sejam encerrados e seus ativos sejam alienados. É importante ressaltar que consideramos que esse prazo é mais do que suficiente para permitir a alienação de todos os ativos que os compõem.

Evidentemente, poderá haver alegações segundo as quais os referidos fundos foram criados mediante estatutos que estipularam seu funcionamento por um período de 100 anos ou mais, e que, ainda assim, tratar-se-ia de atos jurídicos perfeitos protegidos pelo art. 5º, XXXVI, da Constituição Federal.

Não obstante, há também que se ressaltar que há expressivo número de manifestações do Supremo Tribunal Federal nas quais restou assentado não haver direito adquirido a regime jurídico. Com efeito, não é razoável postular que o regulador, ao criar parâmetros balizadores do funcionamento de determinado tipo de fundo de investimento, não possa rever sua decisão a partir de fatos observados *a posteriori*, modificando esses parâmetros em face do interesse público envolvido. Uma decisão nesse sentido, na qual a Administração revê seus próprios atos, não equivale, de forma alguma, a quebra de contrato.

§ 2º Na hipótese de os fundos de que tratam o *caput* e o § 1º descumprirem os prazos de que trata este artigo e de inexistirem as excepcionalidades de que trata o art. 2º, § 5º, os rendimentos e ganhos auferidos por beneficiário residente ou domiciliado no País que seja investidor desses fundos serão tributados pelo imposto de renda à alíquota de 20% (vinte por cento), sem prejuízo da aplicação de sanções em decorrência desse descumprimento.

§ 3º As disposições deste artigo também se aplicam aos fundos de que trata o art. 2º, § 1º.

Art. 28. Esta Lei Complementar entra em vigor no ano seguinte ao de sua publicação oficial, e não antes de decorridos cento e oitenta dias dessa publicação.

Art. 29. Fica revogado o art. 3º, § 4º, inciso X da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.

JUSTIFICAÇÃO

É importante destacar, preliminarmente, que a presente proposição tem a sua origem no estudo «Capital Empreendedor: oportunidades de profissionalização, inovação e crescimento para as empresas brasileiras», realizado a partir de decisão, de setembro de 2013, do Centro de Estudos e Debates Estratégicos desta Câmara dos Deputados – Cedes, e disponível na página deste Centro na rede mundial de computadores⁴⁶.

Por sua vez, o Cedes é um órgão vinculado diretamente à Presidência desta Casa Legislativa, destinado a oferecer embasamento técnico-científico necessário ao planejamento de políticas e ao processo decisório no âmbito da Câmara dos Deputados. O Cedes promove estudos concernentes à formulação de políticas públicas, definição de linhas de ação e respectivos instrumentos normativos de interesse da Casa quanto a planos, programas ou projetos, políticas e ações governamentais.

A opção por elaborar o referido estudo, desenvolvido durante os anos de 2013 e 2014, decorre da expressiva importância para a economia do que vem sendo denominado como “capital empreendedor”.

A seguir, apresentamos informações sobre os seguintes tópicos:

- O conceito de “capital empreendedor”;
- A importância do “capital empreendedor” para a economia;
- Os investidores-anjo, as incubadoras e as aceleradoras de empresas;
- A necessidade de expansão do capital empreendedor no Brasil;
- A necessidade de elaboração de um projeto de lei complementar;
- Informações sobre cada um dos capítulos I a X da proposição.

O conceito de “capital empreendedor”

A designação “capital empreendedor” se refere tipicamente aos capitais direcionados a aquisição de participações em empresas de capital fechado, sendo também empregadas

⁴⁶ Os estudos do Cedes encontram-se disponíveis em: <<http://www.camara.leg.br/cedes>>, na seção “Publicações”. Acesso em: out.2014.

as denominações “capital de risco”, “capital de desenvolvimento”, *venture capital* ou *private equity*.

Trata-se de uma forma de investimento empresarial de médio a longo prazo com o objetivo de:

- (i) viabilizar o desenvolvimento de empresas de alto potencial de crescimento mediante o efetivo envolvimento de um investidor profissional no negócio;
- (ii) efetuar a saída da empresa após um processo de crescimento acelerado por meio de vendas a compradores estratégicos ou outros mecanismos.

Destaca-se que esses investimentos são muitas vezes direcionados a empresas com pouco ou nenhum histórico financeiro ou ativos que possam constituir-se como garantia real para financiamentos. Ao mesmo tempo, as empresas investidas possuem projetos com elevada expectativa de risco e retorno, os quais só podem ser realizados mediante injeção de novos recursos.

Para poderem participar de projetos com essas características, os gestores desses investimentos são agentes preparados para administrar empresas, utilizando práticas sofisticadas de seleção, governança, monitoramento de riscos e administração de empresas.

Diferentemente de investidores que atuam no mercado acionário (ou seja, em *public equity*), os gestores de investimentos em *private equity* ou *venture capital* participam efetivamente da gestão das empresas em que investem, tomando decisões estratégicas e influenciando significativamente a governança corporativa da empresa. São investidores ativos, pois só assim conseguem mitigar os riscos e influenciar a possibilidade de sucesso e saída do negócio.

Assim, os recursos investidos em transações nas bolsas de valores, embora sujeitos a risco de mercado, não seriam, por si só, denominados como “capital de risco” ou “capital empreendedor”, uma vez que, ainda que o retorno financeiro dependa do sucesso das empresas investidas listadas em bolsa, a mera aquisição de uma ação não requer o efetivo envolvimento dos aplicadores na gestão do negócio.

A importância do “capital empreendedor” para a economia

A importância dos investimentos via capital empreendedor não se limita à disponibilidade de recursos financeiros, mas é valiosa pela atuação direta de um gestor profissional no negócio da empresa investida, possibilitando a profissionalização das empresas; a consecução de ganhos de produtividade; a disseminação de conhecimentos e experiências em gestão empresarial; a viabilização de projetos com elevado potencial; e a expansão da inovação (e não apenas da inovação tecnológica).

Há que se observar que, nos países nos quais os investimentos em *private equity* ou *venture capital* – ou seja, por meio de capital de risco ou capital empreendedor – existem há mais tempo, o seu impacto sobre a economia é notável sob diversos aspectos.

A literatura aponta, por exemplo, que essas operações, em regra, expandem a eficiência das empresas investidas, ajustando o foco das atividades que executam, e proporcionam melhoras significativas no desenvolvimento de novos produtos e incentivam o empreendedorismo, viabilizando a realização de novas iniciativas empresariais, a construção de alianças tecnológicas ou a capacitação e expansão do setor de pesquisas e desenvolvimento (WRIGHT; GILLIGAN; AMESS, 2009, p. 9-10)⁴⁷.

Ademais, nos Estados Unidos da América, as empresas investidas por meio de *capital empreendedor*, quando comparadas às demais, apresentavam o dobro da receita, pagavam três vezes mais impostos, exportavam o dobro e investiam o triplo em pesquisa e desenvolvimento (P&D) em relação ao ativo total (TAYLOR *et al*, 2002, apud RIBEIRO, 2005)⁴⁸. Adicionalmente, o gasto em P&D se revertia em inovação, como revelam Kortum; Lerner (2000)⁴⁹ acerca do impacto do investimento de *private equity* e *venture capital* na gestão de patentes.

Acerca dessa questão, pode-se mencionar, ainda, as constatações de Samila; Sorenson (2011, p. 338)⁵⁰ que, ao analisarem dados de áreas metropolitanas dos Estados Unidos, observaram que expansões na oferta de *venture capital* afetam positivamente a abertura de novas firmas, o nível de emprego e a renda agregada em uma região.

Na Europa, por sua vez, pesquisas apontam para conclusões semelhantes, com um diferencial: cerca de 95% das empresas europeias financiadas por capital empreendedor afirmaram que não existiriam ou não teriam se desenvolvido tão rapidamente sem o aporte desse tipo de capital (EVCA, 2002)⁵¹. Adicionalmente, em certos países europeus a oferta de crédito é bastante limitada para empresas de menor porte, contexto no qual a indústria de *private equity* e *venture capital* oferece uma alternativa viável ao financiamento empresarial (BOTAZZI; DA RIN, 2002)⁵². Ainda de acordo com EVCA

47 WRIGHT, Mike; GILLIGAN, John; AMESS, Kevin. The economic impact of private equity: what we know and what we would like to know. *Venture Capital*, [S.l.], v. 11, n. 1, p. 1-21, January, 2009.

48 RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/pt-br.php>>. Acesso em: dez. 2012.

49 KORTUM, S.; LERNER, J. Assessing the Contribution of **Venture Capital** to Innovation. *RAND Journal of Economics*, v. 31, n. 4, p. 674-692, 2000.

50 SAMILA, Sampsa; SORENSON, Olav. Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth. *The Review of Economics and Statistics*, [S.l.], n. 93 (1), p. 338-349, Feb, 2011.

51 EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – EVCA. **Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe**. Research Paper. [S.l.], 2002. Disponível em: <http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf>. Acesso em: set. 2014.

52 BOTAZZI, L; DA RIN, M. **Venture Capital** in Europe and the Financing of Innovative Companies. *Economic Policy*, v. 17, n. 34, p. 229-270, Apr. 2002.

(2002, p. 5)⁶, que conduziu uma pesquisa para uma amostra de empresas europeias que, entre 1995 e 2001, receberam recursos na modalidade *venture capital*, foi observado que 60% das empresas pesquisadas afirmaram que simplesmente não existiriam caso não tivessem recebido esses recursos.

Enfim, há diversos estudos que abordam a importância da indústria de capital empreendedor sobre a economia, motivo pelo qual os países têm atuado fortemente para expandir essa indústria.

Exatamente por esse aspecto, há mais de meio século os EUA buscaram equacionar e estimular os capitais de risco. Em 1958, criaram para esse fim a *Small Business Investment Company (SBIC)*, ainda em operação⁵³.

O incentivo, entretanto, não se limitou ao governo central: ao final dos anos 70 e início da década de 80, a ideia de criar fundos de *venture capital* financiados pelos governos estaduais se espalhou pelos EUA. Conforme aponta Rubin (2009)⁵⁴, ao final de 2006, mais de 44 estados dos EUA estavam operando fundos de *venture capital* ou investindo recursos públicos locais em fundos privados que direcionariam investimentos localmente, ou ainda fornecendo incentivos fiscais para terceiros investirem na região.

Por sua vez, em 2004 foi divulgado, como parte do projeto sobre políticas microeconômicas para o crescimento e a produtividade, relatório da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (2004)⁵⁵ com recomendações que, de acordo com essa organização, podem servir como um guia para reformas regulatórias no âmbito dos países-membros que objetivem a expansão do capital empreendedor.

Já de acordo com Lerner⁵⁶ (2010)⁵⁷, os grandes polos de empreendedorismo, como os localizados no Vale do Silício, em Singapura e em Tel Aviv, apresentam marcada atuação em capital de risco, inclusive com fomento governamental para esses investimentos. Desta forma, pondera que pode ser enganosa a concepção de que a destinação de recursos governamentais para a expansão do empreendedorismo seria um objetivo menor do Estado ante a magnitude das mudanças que podem ocorrer caso os programas sejam bem elaborados.

53 Mais informações estão disponíveis no sítio da SBIC, em <<http://www.sba.gov/content/sbic-programs>>. Acesso em out.2014.

54 RUBIN, Julia Sass. Developmental Venture Capital: conceptualizing the field. *Venture Capital*, [S.l.], v. 11, n. 4, p. 335-360, October, 2009.

55 ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*. [Paris]: 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/4/11/28881195.pdf>>. Acesso em: dez. 2012.

56 Professor da Harvard Business School, agraciado em 2010 com o Global Award for Entrepreneurship Research.

57 LERNER, Josh. The future of public efforts to boost entrepreneurship and Venture Capital. *Small Business Economics*, n. 35, p. 255-264, 2010.

Os investidores-anjo, as incubadoras e as aceleradoras de empresas

Há casos nos quais os próprios investidores atuam como os gestores dos investimentos realizados, seja por meio de investimentos diretos ou investimentos realizados por meio de *holdings*. Trata-se dos investidores-anjo ou das aceleradoras de empresas. O papel dos investidores-anjo para a economia é significativamente destacado, por exemplo, pela OCDE (2011)⁵⁸ e Wilson; Silva (2013)⁵⁹.

O investidor-anjo é normalmente um profissional com histórico de sucesso, tendo ocupado posições executivas ou empresariais de alto nível, acumulando vasta experiência e que dispõe de recursos suficientes para alocar uma parte moderada de seu patrimônio para investir em novas empresas e para nelas aplicar sua experiência, apoiando-as inclusive por meio de sua rede de relacionamentos.

Esses investimentos são particularmente valiosos para a economia, pois são direcionados a empresas que se encontram em seus estágios mais iniciais de desenvolvimento e que têm expressiva dificuldade no acesso a recursos do sistema financeiro e a adequado suporte para estruturação de seu modelo de negócios. Entretanto, a contribuição dos investidores-anjo e das aceleradoras para o direcionamento e a gestão do negócio, bem como para a formação de uma rede de contatos, podem ser tão ou mais importantes que os aportes de capital efetuados.

Entretanto, a associação Anjos do Brasil (2011)⁶⁰ aponta que, se o empreendedor tem apenas uma ideia, projeto ou invenção, deve-se primeiramente preparar o negócio antes de concorrer ao financiamento de um investidor-anjo.

Para essa fase de preparação, o empreendedor pode buscar apoio financeiro junto a incubadoras ou aceleradoras de empresas e, no caso de a necessidade se referir a aportes destinados a pesquisa ou desenvolvimento tecnológico, junto a agências governamentais de fomento à inovação.

Conforme Webinsider (2012 apud ANID, 2012)⁶¹, as **incubadoras** estão muito associadas ao ambiente acadêmico e governamental, e normalmente surgiram em ambientes

58 ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. **Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors**. [Paris]: 2011. Disponível em: <<http://www.oecd.org/sti/financinghigh-growthfirmstheroleofangelinvestors.htm>>. Acesso em: fev. 2014.

59 WILSON, Karen E.; SILVA, F. Policies for Seed and Early Finance: Findings from the 2012 OECD Financing Questionnaire. **OECD Science, Technology and Industry Policy Papers**, n. 9. [Paris]: OECD Publishing, 2013. Disponível em: <http://www.oecd-ilibrary.org/science-and-technology/policies-for-seed-and-early-finance_5k3xqsf0j33-en>. Acesso em: fev. 2014.

60 ANJOS DO BRASIL. **Informações sobre investimento anjo**. [S.l.]. 2011. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/introducedilatildeo.html>>. Acesso em: set. 2014.

61 ASSOCIAÇÃO NACIONAL PARA INCLUSÃO DIGITAL – ANID. **Entenda as diferenças entre incubadoras e aceleradoras**. [S.l.]. 2012. Disponível em: <<http://www.anid.com.br/site/index.php/ultimas/2965-entenda-as-diferencas-entre-incubadoras-e-aceleradoras.html>>. Acesso em: set. 2014.

de pesquisa nas universidades com o objetivo de transformar ciência em negócios, sendo usualmente organizações sem fins lucrativos que não efetuam aportes financeiros nas iniciativas incubadas, mas que as auxiliam a obter linhas de financiamento governamental. De acordo com Matsuda (2011)⁶², se a necessidade da empresa se refere à existência de um ambiente com laboratório que possibilite convívio frequente com pesquisadores de universidades, a *start-up* provavelmente necessitará de um programa de incubação. Conforme Gitahy (2011)⁶³, as incubadoras têm gestores com experiência em mediar o poder público, as universidades e empresas, uma vez que aproveitam disponibilidades de verbas públicas tanto para si próprias como para as incubadas.

Por sua vez, Webinsider (2012 apud ANID 2012) menciona que as **aceleradoras** são entidades privadas que visam lucro e auxiliam *start-ups* a crescerem em ritmo acelerado. Normalmente, além de proporcionar apoio estratégico, efetuam aportes financeiros nas empresas associadas obtendo em troca participações societárias que variam entre 5% a 20% das quotas ou ações. Já as **incubadoras** brasileiras normalmente não fazem aporte financeiro nas *start-ups* incubadas, mas as auxiliam a obter linhas de financiamento governamentais. Por outro lado, não exigem participação societária nessas empresas.

Conforme Gitahy (2011), as **aceleradoras** são focadas em empresas que tenham potencial para crescerem muito rápido. Assim, buscam não apenas *start-ups* promissoras, mas que tenham também capacidade de apresentar ganhos expressivos de escala à medida que ocorra o seu crescimento. Ademais, as aceleradoras seriam lideradas por empreendedores ou investidores experientes, e sua atividade seria fortemente apoiada por sessões de *mentoring*, seja em palestras ou conversas pessoais entre empreendedor e mentor.

A necessidade de expansão do capital empreendedor no Brasil

Em relação ao Brasil, a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – ABDI publicou, em 2011, o relatório denominado “A Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* – 2º Censo Brasileiro”, o qual apresenta, de forma pormenorizada, características da indústria de capital empreendedor no País.

Apesar da expressiva evolução recente, o censo ABDI (2011, p. 146)⁶⁴ apontava que o índice referente ao estoque de capital comprometido em relação ao PIB observado em

62 MATSUDA, Humberto. **Quem é quem no ecossistema de startups?** [S.l.]. 2011. Disponível em: <<http://www.endeavor.org.br/artigos/start-up/aprendendo-a-ser-empendedor/quem-e-quem-no-ecossistema-de-startups>>. Acesso em: set. 2014.

63 GITAHY, Yuri. **Qual a diferença entre aceleradoras e incubadoras?** [S.l.]. 2011. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/pme/noticias/qual-a-diferenca-entre-aceleradoras-e-incubadoras>>. Acesso em: set. 2014.

64 AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – ABDI. **A Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* – 2º Censo Brasileiro**. Brasília, 2011. Disponível em: <http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf>. Acesso em: dez. 2012.

2008 no Brasil, de 1,8%, era *praticamente a metade da média mundial de 3,7%*. Nos Estados Unidos e na Inglaterra, dois países com décadas de tradição em *private equity* e *venture capital*, a *proporção do capital comprometido em relação ao PIB equivale a 3,7% e 4,7%, respectivamente*.

Mais recentemente, pode-se analisar a evolução de um índice diverso, que se refere aos investimentos anuais realizados na modalidade *private equity* e *venture capital* no Brasil. Esses investimentos apresentaram importante evolução, passando de 0,29% do PIB em 2011 para 0,37% do PIB em 2013. Entretanto, no Reino Unido e nos Estados Unidos, esses percentuais foram, respectivamente, de 0,89% e de 1,02% do PIB, números que são, respectivamente, 141% e 176% superiores aos observados no Brasil (KPMG; ABVCAP, 2014, p. 10)⁶⁵.

Quanto aos investimentos-anjo, o censo da ABDI (2011, p. 158) destacava que:

A Inglaterra é o país mais maduro da Europa em investimento-anjo. Conta com 34 associações e mais de 5.000 investidores. Segundo dados da European Business Angel Network (EBAN), a Europa conta com 297 associações e mais 16.000 investidores-anjos.

Atualmente, existem quatro associações de investidores-anjos constituídas no Brasil: Bahia Anjos (BA), Floripa Angels (SC), Gávea Angels (RJ) – a mais antiga, criada em 2002 – e São Paulo Anjos (SP), totalizando 62 associados, 19 profissionais de apoio e um capital estimado de US\$ 9 milhões em junho de 2008. [...]

[...] O valor típico dos investimentos dos investidores-anjos no Brasil varia de US\$ 50 mil a US\$ 500 mil por empresa, podendo chegar a US\$ 1 milhão. Em junho de 2008, apenas quatro empresas figuravam no portfólio das associações de investidores-anjos brasileiras. [...] Por portfólio das associações de investidores-anjos entende-se o conjunto de empresas que foram investidas por seus membros por meio das reuniões das associações [...]

Mais recentemente, informações da associação Anjos do Brasil (2013)⁶⁶ apontam que o investimento-anjo brasileiro apresentou um crescimento de 25% no período entre

65 KPMG; ABVCAP. **Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil**. [S.l.]. 2014. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/download/estudos/2325.pdf>>. Acesso em: set.2014.

66 ANJOS DO BRASIL. **Investimento Anjo Aumenta em 25% no Brasil**. São Paulo, 2013. Disponível em: <<http://blog.anjosdobrasil.net/2013/11/investimento-anjo-aumenta-em-25-no.html>>. Acesso em: set.2014.

2012 e 2013, atingindo o patamar de R\$ 619 milhões investidos (ou cerca de **US\$ 0,26 bilhão**⁶⁷) por **6,5 mil investidores-anjo** em mais de **1.500 empresas**.

Todavia, apesar da expressiva evolução, os números também mostram o descompasso com a realidade do investimento-anjo nos Estados Unidos da América, onde foram investidos mais de **US\$ 22,9 bilhões** por **268 mil investidores-anjo** em **67 mil empresas** (SOHL, 2012)⁶⁸. Assim, os números da Anjos do Brasil (2013) apontam que o investimento-anjo no Brasil representa, em valor, **apenas 1,2%** do existente nos EUA.

Na Europa, por sua vez, o investimento-anjo apresentou um desenvolvimento mais recente, sendo investidos, em 2013, 5,5 bilhões (ou cerca de **US\$ 7,6 bilhões**⁶⁹) por **271 mil investidores-anjo** (EBAN, 2014)⁷⁰. Mesmo assim, em termos de valor, o montante investido no Brasil é cerca de **apenas 3,5%** daquele investido na Europa⁷¹.

Enfim, trata-se de índices que apontam não apenas a defasagem do Brasil em relação a outras economias no que se refere ao capital empreendedor – sobretudo no que tange aos investimentos-anjo – mas especialmente a possibilidade de expansão desse tipo de investimento no País.

A necessidade de elaboração de um projeto de lei complementar

Foi necessário elaborar um projeto de lei complementar para que todas as propostas do estudo estivessem reunidas sob uma única proposição, de forma que o debate pudesse ser, conseqüentemente, centralizado.

Caso houvesse a separação em duas proposições, sendo uma delas um projeto de lei e a outra um projeto de lei complementar, haveria não apenas duplicidade de discussões no âmbito desta Câmara dos Deputados, mas também a duplicidade de dispositivos legais voltados a estabelecer as necessárias definições e conceitos a serem utilizados por ambas as propostas.

Não obstante, várias das disposições da lei resultante dessa proposta serão “lei ordinária”, salvo quando se tratar de dispositivo reservado a lei complementar. Desta forma,

67 Cálculo efetuado com a utilização da cotação PTAX de venda para o dólar dos Estados Unidos na data de 31/dez/2013, equivalente a 2,3426 R\$/US\$.

68 SOHL, Jeffrey. **The Angel Investor Market in 2012: A Moderating Recovery Continues**. Center for Venture Research, University of New Hampshire, Durham, April, 2013. Disponível em: <http://paulcollege.unh.edu/sites/default/files/2012_analysis_report.pdf>. Acesso em set.2014.

69 Cálculo efetuado com a utilização da cotação 1,3773 US\$/€, obtida a partir da relação entre as cotações PTAX de venda para o euro e para o dólar na data de 31/dez/2013.

70 EBAN. **Angel Investment grows to € 5.5 billion**. [S.l.]. 2014. Disponível em: <<http://www.eban.org/angel-investment-grows-to-e5-5-billion/#.VCyJP1d48S4>>. Acesso em: set.2014.

71 Cálculo efetuado com a utilização da cotação PTAX de venda para o euro na data de 31/dez/2013, equivalente a 3,2265 R\$/€.

não exigirão quórum qualificado para eventual alteração posterior, bastando a apresentação de projeto de lei ordinária a respeito.

Sobre o Capítulo I, que trata do objeto da proposição

Em conformidade com o art. 7º, inciso I, da Lei Complementar nº 95, de 1998, este projeto de lei complementar trata de um único objeto, que é a criação de incentivos ao capital empreendedor ou, mais especificamente, aos investimentos efetuados em participações empresariais de risco realizados no País.

Deve ser ressaltado que muitos desses incentivos decorrem do próprio aprimoramento do ambiente de negócios do País, que pode ser efetuado mediante alterações de normas jurídicas importantes do ponto de vista microeconômico. Pode-se mencionar, por exemplo, que são relevantes as propostas de modificações de normas que versam sobre as responsabilidades dos investidores em relação às dívidas das empresas investidas, ou que possibilitem a redução de custos das empresas que poderiam concorrer à obtenção desse tipo de investimentos, dentre várias outras possibilidades.

Não obstante, o objetivo é apenas um: diminuir o descompasso existente entre o montante de investimentos realizados mediante capital empreendedor no Brasil em relação ao que é observado nas modernas economias do planeta.

Dessa forma, a presente proposição não apresenta matéria estranha a seu objeto ou a este não vinculada por afinidade, pertinência ou conexão, conforme requer o art. 7º, inciso II, da referida Lei Complementar nº 95, de 1998.

Sobre o Capítulo II, que trata das definições

a) Sobre o Fundo de Investimento em Participações Empreendedoras

O conceito de que trata o art. 2º, II, desta proposição se insere na definição estabelecida pelo art. 2º da Instrução nº 391, de 2003, da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, a qual dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Participações – FIP.

Não obstante, é importante que outros fundos de investimento correlatos também sejam considerados como integrantes da modalidade “fundo de investimento em participações” que é estabelecida por meio do art. 2º, II, da proposição. Afinal, é necessário que as disposições do projeto também sejam aplicáveis a esses fundos, e não apenas aos FIPs de que trata a Instrução CVM nº 391.

Assim, a definição do art. 2º, II, combinada com o § 1º do mesmo artigo, foi elaborada de forma a abranger os seguintes fundos:

- Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) de que trata a Instrução CVM nº 209, de 1994;
- Fundo de Investimento em Participações (FIP) de que trata a Instrução CVM nº 391, de 2003;
- Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) de que tratam a Lei nº 11.478, de 2007, e a Instrução CVM nº 460, de 2007; e
- Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) de que tratam a Lei nº 11.478, de 2007, e a Instrução CVM nº 460, de 2007.

É oportuno mencionar que os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEE são regulados pela Instrução CVM nº 209, de 1994. Nos termos do art. 1º dessa Instrução, os FMIEEs são fundos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes, assim consideradas aquelas que apresentem faturamento líquido anual inferior a R\$ 150 milhões. Assim, os fundos FMIEEs, bem como os demais fundos aqui referidos, também atendem aos requisitos propostos pelo art. 2º, II da proposição.

Entretanto, um dos aspectos centrais da proposição ora apresentada se refere à necessidade de criação de um **subconjunto** dos fundos de investimento em participações, cuja denominação proposta é “**fundo de investimento em participações empreendedoras**” (FIP-E).

A criação desse subconjunto deriva da necessidade de segregar os fundos que revelam ter objetivo eminentemente voltado a finalidades de planejamento tributário daqueles que, efetivamente, realizam investimentos empresariais de risco (ou seja, mediante a utilização de “capital empreendedor”).

A questão é que, pelas regras tributárias vigentes, o pagamento do imposto de renda relacionado aos ganhos de capital desses fundos apenas ocorre por ocasião da alienação, amortização ou resgate de suas quotas. Entretanto, à exceção dos FMIEEs, cujo prazo de duração é de 10 anos⁷², não há prazo máximo de duração para os demais fundos de investimento em participações. Assim, nada impede que um FIP permaneça em funcionamento por prazo indeterminado.

A questão é que essas características possibilitam que sejam criados FIPs nos quais bens pessoais sejam utilizados para a aquisição e integralização de quotas. Na hipótese de se tratar de um FIP constituído por um único quotista, esses bens, uma vez transferidos aos fundos, podem ser normalmente transacionados e alienados sem que, dessas

72 Conforme o art. 2º da Instrução CVM nº 209, de 1994, com a redação conferida pela Instrução CVM nº 477, de 2009.

transações, seja efetuado o pagamento do correspondente imposto de renda. Assim, o recolhimento do tributo referente aos ganhos de capital dessas transações fica indefinidamente postergado.

Esta proposição estabelece prazos máximos de duração tanto para os FIPs como para os FIP-Es e para os fundos que invistam em quotas desses fundos. Entretanto, os prazos propostos são longos, iguais ou superiores a 15 anos, a depender do tipo de fundo. Naturalmente, os prazos devem ser extensos de forma a possibilitar que fundos que de fato sejam relacionados a *private equity* e *venture capital* possam tomar as ações necessárias que conduzam ao desenvolvimento das empresas investidas e realizar os esforços necessários para alienar devidamente as participações que adquiriram.

A questão a ressaltar é que, para os fundos que sejam efetivamente voltados a *private equity* e *venture capital*, seria importante – a partir das razões aqui apresentadas e em decorrência do teor do estudo sobre “capital empreendedor” ao qual nos referimos anteriormente – estabelecer a eles uma tributação diferenciada. Entretanto, essa medida apenas seria possível caso sejam segregados fundos que atuam de fato com capital empreendedor daqueles utilizados para fins de planejamento tributário. Esse é o motivo que conduziu à criação do subconjunto dos FIPs que é composto pelos fundos ora denominados FIP-Es.

Para distinguir os FIP-Es da totalidade dos FIPs, utilizamos o conceito de *partes relacionadas*, que é também utilizado pela CVM, como por exemplo por meio da Instrução CVM nº 514, de 2011, que estabelece a obrigatoriedade de os fundos de investimento por ela especificados divulgarem informações sobre transações com partes relacionadas, e da Deliberação CVM nº 642, de 2010, que aprova o Pronunciamento Técnico CPC 05(R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC sobre divulgação de partes relacionadas.

Entretanto, apesar de a Deliberação CVM nº 642 estabelecer o conceito de partes relacionadas, torna-se necessário apresentar esse conceito também neste Projeto de Lei Complementar, uma vez que será amplamente utilizado em diversos dispositivos desta proposição. Contudo, a definição empregada no projeto é substancialmente mais simples que a apresentada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis e, por esse motivo, ressalvamos, na proposição, que o Poder Executivo poderá estabelecer critérios adicionais para a caracterização do conceito de parte relacionada para fins do atendimento às disposições da Lei Complementar decorrente desta proposição.

De toda forma, os critérios de segregação dos FIP-Es dentre o conjunto dos FIPs também incluem, além de outros aspectos, a previsão:

- de que o fundo não seja exclusivo. Muito embora possam existir diversas operações legítimas de *private equity* ou *venture capital* efetuadas por meio de fundos que,

ao menos inicialmente, detenham um único quotista (destinados a, por exemplo, operações de fusões e aquisições), entendemos também que operações de planejamento tributário seriam preferencialmente efetuadas por meio de fundos exclusivos, uma vez que a existência de quotistas que não sejam partes relacionadas ao quotista principal dificultariam, ao menos em tese, a realização de operações praticadas em condições estranhas àquelas usualmente praticadas no mercado;

- de que o fundo conte com ao menos três quotistas, e que a participação desse terceiro quotista (junto aos demais, caso existentes) seja de, pelo menos, 5% do patrimônio líquido do fundo, de maneira a evitar participações irrelevantes que, todavia, permitam que o número mínimo de quotistas seja alcançado;
- segundo a qual um único quotista (ou qualquer grupo de quotistas que sejam partes relacionadas entre si) não detenha 50% ou mais do total de quotas emitidas pelo fundo. É importante ressaltar que essa previsão é praticamente idêntica à utilizada no art. 23, § 2º do “Código ABVCAP – ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE”⁷³, que diferencia fundos diversificados de fundos restritos;
- de que o regulamento do fundo estabeleça que sejam informadas ao administrador do fundo transações que envolvam cessões de direitos sobre quotas, de forma a evitar que, após a constituição do fundo, sejam celebrados instrumentos particulares de cessões de direitos que façam com que o fundo passe a ser, de fato, exclusivo;
- de que ao menos 1/3 do patrimônio do fundo não seja integralizado por meio de bens ou direitos. A motivação decorre do art. 2º, § 1º, da Instrução CVM nº 391, de 2003, e da observação de que os fundos voltados a planejamento tributário apenas integralizam bens e direitos para que, uma vez incorporados ao fundo, possam ser transacionados sem o pagamento imediato da tributação incidente sobre ganhos de capital. Desta forma, esses fundos não são integralizados com ativos líquidos. Por outro lado, pode ser razoável possibilitar que uma parte do patrimônio do fundo seja integralizada com bens ou direitos de forma a viabilizar a realização de legítimas transações empreendedoras de risco, como fusões ou aquisições, ou operações que objetivem a recuperação de empresas em liquidação judicial ou extrajudicial. Ademais, é prevista a ressalva segundo a qual as entidades de previdência complementar, bem como bancos de desenvolvimento, agências de fomento, possam utilizar seus investimentos em participações para a integralização de quotas do FIP-E; e
- de que o prazo de duração não seja, em regra, superior a quinze anos e que, nesse período, sejam alienados todos os investimentos realizados pelo fundo. A previsão

73 Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/associacao/codigo-de-regulacao-e-melhores-praticas.aspx>>. Acesso em set. 2014.

de alienação compulsória decorre da possibilidade que, no encerramento do fundo, os bens sejam simplesmente transferidos aos quotistas, ao invés de alienados. Nesse caso, a depender da interpretação da legislação tributária, poderia ser contornada a necessidade de pagamento dos tributos devidos sobre ganhos de capital, o que não nos parece adequado.

b) Sobre os investidores-anjo

Uma dificuldade expressiva refere-se à construção de um conceito adequado de investidor-anjo e de investimento-anjo que propicie a concessão de incentivos fiscais para essa modalidade de investimentos.

É importante ressaltar que esses investimentos são usualmente realizados por pessoas naturais, e muitas vezes se destinam a empresas que ainda se encontram em seus estágios mais incipientes. Assim, trata-se de investimentos valiosos para a economia, pois as empresas investidas usualmente não dispõem de garantias a oferecer, não têm acesso a recursos do sistema financeiro, e muitas vezes os próprios fundadores dessas empresas não têm suficiente experiência gerencial para elaborar um adequado plano de negócios para desenvolver o empreendimento.

Por outro lado, caso o conceito de investidor-anjo seja inadequadamente elaborado, um enorme número de empreendedores poderia ter acesso ao benefício fiscal que, no entanto, deveria ser direcionado exclusivamente a investidores-anjo.

Esse é, inclusive, um aspecto essencial a ser esclarecido. O incentivo tributário concedido ao investidor-anjo, mas não ao empreendedor, decorre da expectativa de esses investidores ajustarem os planos de negócios das empresas investidas e as capacitarem, propiciando ganhos de produtividade e a disseminação de know-how em gestão empresarial, além de benefícios decorrentes da rede de relacionamentos (*networking*) detida pelo investidor-anjo. Por essas razões, consideramos ser adequado que esse investidor temporário esteja sujeito a uma tributação diferenciada em relação àquela que é aplicável ao empreendedor. Assim, o objetivo desta proposição é, essencialmente, incentivar os investimentos que viabilizem e que elevem as chances de sucesso dos empreendedores no País por meio do conhecimento, experiência e relacionamentos proporcionados pelo investidor-anjo à empresa investida.

Nesse contexto, deve-se evitar uma definição que possibilite que a mera condição de sócio de um empreendimento seja caracterizadora do investimento-anjo. É necessário estabelecer, por exemplo, que se trata de um investimento temporário a ser realizado em até oito anos, no qual o investidor-anjo seja, a qualquer tempo, sócio minoritário da sociedade investida que não seja parte relacionada a essa empresa ou a seus sócios.

Ademais, o **investidor-anjo poderá ser uma pessoa jurídica**, desde que tenha como objeto social a realização de investimentos-anjo e que, desde a sua constituição, tenha exclusivamente como sócios pessoas naturais que sejam consideradas investidores-anjo.

Além desse aspecto, é extremamente importante que, até a saída do investidor-anjo, a empresa investida efetue a alteração de sua natureza jurídica para sociedade por ações, caso não seja esse o modelo societário empregado no momento do investimento inicial. Essa questão é relevante, pois a transformação para o modelo de sociedade anônima possibilita o aprimoramento da governança, da transparência e do ambiente empresarial na economia, e também prepara a empresa para o aumento da transparência para subseqüentes aportes de capitais por meio de fundos de investimento em participações (os quais apenas podem ser direcionados a sociedades anônimas). Adicionalmente, pode ser um requisito relevante a contribuir para evitar que proliferem no País investimentos que sejam declarados como anjos apenas para receberem o benefício fiscal de que trata esta lei complementar.

Ainda que exista a possibilidade de que a empresa, logo após a saída do investidor-anjo, volte a utilizar o modelo societário original, consideramos que essa ação não será utilizada pela maioria das empresas investidas por anjos. Afinal, os procedimentos de alteração de modelo societário e demais ajustes que propiciam a melhora da governança já terão sido efetuados, e a empresa poderá experimentar um período de atuação sob o regime das sociedades anônimas.

Por outro lado, poder-se-ia argumentar que a adoção do modelo de sociedade anônima acarretará aumento substancial de custos para a empresa. Entretanto, consideramos que as medidas ora propostas que estabelecem a redução de custos relativos a publicações obrigatórias e a permanência de sociedades anônimas no regime tributário incentivado do Simples possibilitará que esse aumento de dispêndio, se existente, seja suplantado pelos benefícios decorrentes da adoção do modelo de sociedade por ações⁷⁴.

A necessidade de transformação da empresa em sociedade por ações pode também parecer por demais restritiva, caso o desempenho da empresa investida for considerado insatisfatório. Entretanto, nessa hipótese de o investimento-anjo não ter sido exitoso, o lucro – e, conseqüentemente, o benefício tributário decorrente da redução de alíquota para a tributação sobre ganhos de capital – seria muito reduzido ou inexistente. Conseqüentemente, a manutenção de um modelo societário que não seja o de sociedade por ações não acarretará maiores conseqüências financeiras ao investidor-anjo.

74 Essas sociedades anônimas inclusive poderiam contar com sócios que tenham participação em outras empresas que participem do Simples, desde que em atividades que não sejam consideradas conexas, conforme proposta apresentada no Capítulo VIII desta proposição.

De toda forma, é importante ressaltar que, com a definição ora proposta, apenas será possível saber se o investimento é classificado como investimento-anjo para fins da fruição da tributação incentivada sobre ganhos de capital no momento da alienação do investimento realizado – ou seja, em até oito anos após a realização do investimento. Esse aspecto inviabiliza, por exemplo, a concessão de incentivos fiscais no momento dos aportes de recursos, uma vez que o requisito de o investimento ser temporário é central para a caracterização do investimento-anjo.

Não obstante, para outras finalidades – como, por exemplo, a caracterização como investidor temporário para fins de regras diferenciadas nas situações de descon sideração da personalidade jurídica da empresa investida – o investidor se beneficiará das proteções ora propostas logo após a realização do investimento, conforme prevê o art. 2º, § 7º, da proposição.

Assim, é importante que o investidor-anjo efetue cadastro junto a uma associação de investidores-anjo ou a uma associação representativa do segmento capital empreendedor. Muito embora essa medida possa parecer medida burocrática e desnecessária, consideramos que há benefícios em acrescentar essa previsão, uma vez que:

- possibilita que o registro do investidor-anjo seja juntado ao processo judicial que busca – em lides trabalhistas, por exemplo – atingir o patrimônio do investidor-anjo em relação às dívidas da sociedade investida. Deve-se observar que há, nesta proposição, dispositivos que buscam resguardar, no âmbito desses processos, o investidor-anjo e os administradores, gestores e procuradores de aceleradoras e de FIP-E, bem como os investidores desses fundos, entre outros;
- pode auxiliar na comprovação, junto à Receita Federal do Brasil, de que o interessado na redução da tributação de ganho de capital é um investidor-anjo; e
- pode favorecer o desenvolvimento das associações de investidores-anjo e, assim, a realização de investimentos conjuntos pelos seus associados.

Por sua vez, entendemos que a associação de investidores-anjo ou a associação representativa do segmento “capital empreendedor” que efetuar cadastramentos de investidores-anjo deve ser registrada junto a órgãos ou entidades do Poder Executivo, os quais podem estabelecer requisitos para que essas associações possam vir a ser registradas. Entretanto, essa previsão não pode ser incluída na presente proposição em decorrência do princípio de reserva de administração.

Essencialmente, esse princípio impede a ingerência normativa do Poder Legislativo em matérias sujeitas à exclusiva competência administrativa do Poder Executivo, especialmente ante as alterações no texto constitucional efetuadas pela Emenda Constitucional nº 32, de 2001.

Assim, optamos por estabelecer que o Poder Executivo poderá adotar as ações especificadas por meio do art. 8º da proposição, que buscam viabilizar as medidas às quais nos referimos. Destaca-se, a propósito, que não se trata de autorização inócua, uma vez que, na sua ausência, essas ações não poderiam ser praticadas devido ao teor das redações utilizadas nos diversos incisos do *caput* do art. 2º.

c) Sobre as aceleradoras de empresas

Consideramos ser importante que investimentos de porte relativamente expressivo possam também ser efetuados por empresas denominadas “aceleradoras de empresas”, inclusive mediante a concessão de incentivos fiscais e a fruição das demais proteções previstas por esse projeto, sem que seja utilizada a estrutura de um FIP, a qual pode ser onerosa para investimentos de menor porte.

É oportuno mencionar o conceito proposto é mais amplo do que o atualmente empregado para as atuais “aceleradoras de empresas”, designação que usualmente se refere às entidades que investem precipuamente em *start-ups* ou em pequenos negócios. Não obstante, as atuais aceleradoras também estariam inseridas no conceito ora proposto.

Na redação apresentada, não há a restrição de que os sócios das aceleradoras sejam investidores-anjo. Ademais, como as aceleradoras pressuporiam uma organização empresarial mais complexa do que a existente em uma sociedade de investidores-anjo, os administradores, procuradores e membros de órgãos técnicos ou consultivos da aceleradora são equiparados, salvo para efeitos fiscais, a investidores transitórios. Destaca-se que o projeto apresenta, para os investidores transitórios, regras diferenciadas de proteção nas hipóteses de desconsideração da personalidade jurídica das empresas investidas.

Sobre o Capítulo III, que trata do ambiente de negócios no País

Um dos aspectos que contribuem para que o capital empreendedor não se desenvolva de forma mais relevante no País está relacionado ao dilema enfrentado por investidores e gestores que alocam seus recursos e sua experiência gerencial em empresas promissoras ou nascentes. Esse dilema decorre da possibilidade de, na esfera judicial, esses agentes virem a ser responsabilizados em montantes que sejam muitas vezes superiores ao capital investido.

Notadamente no caso de investidores-anjo, pode haver até mesmo o temor de perda de parte substantiva de seu patrimônio pessoal, apesar de eventual direito de regresso que passem a ter contra terceiros – o qual pode ser inócua para o investidor caso o empresário (que figurará como réu nessa ação regressiva) não disponha de bens suficientes a serem penhorados.

Uma das questões importantes a destacar está relacionada ao fato de que, na desconconsideração da personalidade jurídica, os sócios respondem solidariamente pela dívida, o que pode resultar em uma responsabilização absolutamente desproporcional para o investidor-anjo.

Essa situação pode ser ilustrada da seguinte forma: um investidor-anjo que tenha alocado 10% de seu patrimônio pessoal na realização de um investimento em uma micro ou pequena empresa, adquirindo assim uma participação de 5% do capital dessa pessoa jurídica, na hipótese de essa empresa vir a fazer parte do polo passivo de uma lide trabalhista, a interpretação corrente é a de que a desconconsideração da personalidade jurídica poderá ocorrer mesmo que não tenha havido abuso da personalidade jurídica, e sem que sejam executados, primeiramente, os bens da sociedade devedora.

Dessa forma, o investidor-anjo poderá ter de arcar com 100% da dívida judicial da empresa, ainda que sua participação seja de apenas 5%, e ainda que não tenha contribuído com nenhum ato que gerasse a dívida discutida na esfera judicial. Nesse caso, a totalidade do patrimônio do investidor-anjo poderia ser perdida, o que pode representar um temor suficientemente forte a contribuir para que nenhum investimento-anjo venha a ser efetivado, em face da impossibilidade de limitar as perdas a uma parcela razoável de seu patrimônio pessoal.

É oportuno destacar que, em lides trabalhistas, o patrimônio pessoal do investidor é atingido mesmo que não sejam verificados os requisitos estabelecidos pelos arts. 50 e 1080 do Código Civil, e sem o benefício de ordem de que tratam o art. 1.024 do Código Civil e o art. 596 do Código de Processo Civil, que assim estipulam:

Código Civil:

Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica.

Art. 1.080. As deliberações infringentes do contrato ou da lei tornam ilimitada a responsabilidade dos que expressamente as aprovaram.

Art. 1.024. Os bens particulares dos sócios não podem ser executados por dívidas da sociedade, senão depois de executados os bens sociais.

Código de Processo Civil:

Art. 596. Os bens particulares dos sócios não respondem pelas dívidas da sociedade senão nos casos previstos em lei; o sócio, demandado pelo pagamento da dívida, tem direito a exigir que sejam primeiro executados os bens da sociedade.

§ 1º Cumpre ao sócio, que alegar o benefício deste artigo, nomear bens da sociedade, sitos na mesma comarca, livres e desembargados, quantos bastem para pagar o débito.

.....

O próprio *caput* do art. 28 do Código de Defesa do Consumidor prevê que, nas relações consumeristas, nas quais a hipossuficiência é presumida, a desconsideração da personalidade jurídica apenas poderá ocorrer nas seguintes hipóteses:

Código de Defesa do Consumidor:

Art. 28. O juiz poderá desconsiderar a personalidade jurídica da sociedade quando, em detrimento do consumidor, houver abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social. A desconsideração também será efetivada quando houver falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocados por má administração.

.....

A grande questão é que o § 5º do referido dispositivo do Código de Defesa do Consumidor apresenta a seguinte disposição para as relações consumeristas – e, por consequência, para as lides trabalhistas:

Art. 28, § 5º, do Código de Defesa do Consumidor:

§ 5º Também poderá ser desconsiderada a pessoa jurídica sempre que sua personalidade for, de alguma forma, obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados aos consumidores.

Com essa redação aberta, a desconsideração da personalidade jurídica praticamente sempre poderá ocorrer, uma vez que absolutamente qualquer circunstância pode ser considerada como obstáculo ao ressarcimento dos prejuízos, mesmo que a empresa devedora disponha de bens suficientes para o pagamento da dívida – afinal, a existência de bens, mas não de dinheiro, também vem sendo considerado como um dos obstáculos ao pagamento da dívida. Esse dispositivo, a propósito, também é aplicado para as ações trabalhistas, diante da presunção de hipossuficiência de uma das partes nessas lides.

Além desse aspecto, representantes de associações de investidores-anjo e gestores de fundos de investimento em participações reportaram que os bens pessoais de investidores e de gestores desses fundos são bloqueados sem que ocorra citação ou intimação prévia das pessoas que serão afetadas por essas medidas.

Enfim, consideramos que esses aspectos têm de ser revistos, motivo pelo qual foram incorporadas, com alterações, diversas propostas apresentadas por meio do PL nº 3401, de 2008, bem como foram acrescentadas proteções adicionais a investidores-anjo,

aceleradoras de empresas e a investidores e gestores de FIP-E. A lógica dessas proteções refere-se ao fato de que esses investimentos temporários acarretam benefícios importantes à produtividade e à eficiência empresarial, muitas vezes viabilizando a recuperação de empresas em situação de graves dificuldades econômico-financeiras.

Assim, a manutenção de dispositivos legais que onerem de forma desproporcional esses investidores por meio da responsabilização de seu patrimônio pessoal em montantes que se mostram como múltiplos do valor inicialmente investido pode acarretar prejuízos à própria geração de emprego e à manutenção de postos de trabalho. Afinal, essa possibilidade afugenta não apenas os investimentos, mas o próprio envolvimento desses agentes na necessária adequação dos modelos de negócio e da gestão das empresas investidas – iniciativas que, a propósito, poderiam torná-las viáveis. Nesse sentido, não proteger adequadamente os investimentos realizados por meio do capital empreendedor pode ser contraproducente não apenas para a economia, mas também para o conjunto dos trabalhadores das empresas investidas.

Além desse aspecto, consideramos que é oportuno estabelecer um direito de acesso à informação que pode propiciar o aprimoramento do ambiente de negócios no País. Trata-se da possibilidade de o interessado obter, de forma centralizada, a informação relativa à existência ou inexistência de ações judiciais contra uma empresa – as quais podem estar em curso em qualquer localidade do território nacional. Há que se destacar que a atual impossibilidade de o investidor-anjo obter de forma centralizada essa informação onera e dificulta o processo de averiguação (*due diligence*) das empresas que poderão receber seus investimentos. Conforme a proposta, o Conselho Nacional da Justiça – CNJ poderá estabelecer as diretrizes para a efetivação desse direito, inclusive estipulando parâmetros e prazos para a realização das ações necessárias a essa finalidade.

Sobre o Capítulo IV, que trata do estímulo ao desenvolvimento regional por meio de investimentos empreendedores

Consideramos ser de grande importância a realização de investimentos por meio de capital empreendedor nas regiões de menor renda, inclusive como forma de reduzir as desigualdades regionais no País.

Destaca-se que a Constituição Federal estabelece, em seu art. 3º, que a redução das desigualdades regionais é um dos objetivos fundamentais da República, e o art. 170 estabelece que a redução das desigualdades regionais é um dos princípios da ordem econômica nacional. Nesse sentido, o art. 159, I, “c” estabelece que a União entregará 3% da arrecadação do imposto de renda e IPI para aplicação em programas de financia-

mento ao setor produtivo das regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, através de suas instituições financeiras de caráter regional.

Ao regulamentar o referido art. 159 da Constituição Federal, a Lei nº 7.827, de 27 de setembro de 1989, instituiu o Fundo Constitucional de Financiamento do Norte – FNO, o Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste – FNE e o Fundo Constitucional de Financiamento do Centro-Oeste – FCO, e regulamentou seu funcionamento.

Entretanto, o referido diploma legal estabelece, dentre outras, as seguintes diretrizes para a formulação dos programas de financiamento de cada um dos Fundos:

- concessão de financiamentos exclusivamente aos setores produtivos das regiões beneficiadas;
- conjugação do crédito com a assistência técnica, no caso de setores tecnologicamente carentes;
- uso criterioso dos recursos e adequada política de garantias, com limitação das responsabilidades de crédito por cliente ou grupo econômico, de forma a atender a um universo maior de beneficiários e assegurar racionalidade, eficiência, eficácia e retorno às aplicações; e
- realização de ação integrada com instituições federais sediadas nas regiões.

Entretanto, a lei não prevê a possibilidade de os fundos constitucionais realizarem investimentos em participações, como por exemplo em FIP-E cujas empresas por eles investidas atuem nas regiões beneficiadas.

Poder-se-ia, inclusive, alegar que a realização desse tipo de investimento seria inconstitucional, uma vez que o art. 159 da Constituição Federal menciona que a parcela de recursos do imposto de renda e do IPI será aplicada em programas de *financiamento* do setor produtivo das regiões beneficiadas.

Não obstante, não consideramos que seja inconstitucional estabelecer a previsão de que os fundos constitucionais possam investir nos FIP-Es aos quais nos referimos. A questão essencial decorre do fato de que a Constituição Federal é repleta de dispositivos que estabelecem a importância das ações que propiciem a redução das desigualdades regionais, como por exemplo os arts. 3º, III; 21, IX; 43; 48, IV; 170, VII; 174, § 1º, dentre outros.

Enfim, o aspecto essencial pelo qual foi elaborado o art. 159 refere-se à viabilização de ações que contribuam para o desenvolvimento das regiões Norte, Nordeste e Centro-oeste. Nesse sentido, o legislador constitucional não poderia, ao final da década de 80 do século passado, prever a realização de investimentos empreendedores por meio de fundos de investimento em participações pelo fato de que essa modalidade de aplicação de recursos simplesmente não existia no Brasil à época.

O que o legislador constitucional estabeleceu foram as seguintes diretrizes: (i) que os recursos devem ser direcionados ao setor produtivo das regiões beneficiadas; (ii) que os recursos aplicados devem retornar ao fundo constitucional – motivo pelo qual são mencionadas operações de financiamento ao invés de aplicação de recursos a fundo perdido; (iii) que os recursos sejam aplicadas de acordo com os planos regionais de desenvolvimento; e (iv) que as ações sejam efetuadas através das instituições financeiras de caráter regional.

Assim, as aplicações de recursos em FIP-E que invistam em empresas que atuem nas regiões beneficiadas atendem a todos esses critérios, especialmente o critério segundo o qual os recursos retornarão ao fundo constitucional acrescidos dos resultados dos investimentos.

Não se trata, portanto, da concessão de subsídios ou, muito menos, aplicações de recursos a fundo perdido, mas sim de investimentos que objetivam retorno econômico efetivo e que têm o potencial de desenvolver substancialmente a economia das regiões beneficiadas. Com efeito, essa é a finalidade precípua da regra constitucional estatuída por meio do art. 159, I, “c” da Constituição Federal, motivo pelo qual a alteração ora proposta à Lei nº 7.827, de 1989, está em conformidade com os princípios e regras constitucionais voltadas à redução das desigualdades regionais.

Além de constitucional, as alterações propostas podem ser importantes para as regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste. O motivo refere-se à disparidade, detectada pelo censo da ABDI (2011, p. 202-203)⁷⁵, quanto à localização das empresas que receberam investimentos da modalidade capital empreendedor.

Os resultados são reproduzidos na tabela a seguir, que mostra a grande concentração de investimentos em empresas localizadas na região Sudeste:

Distribuição geográfica das empresas em portfólio de investimentos (estoque existente em dezembro de 2009)

	2004		2009	
	Número de empresas	(participação percentual)	Número de empresas	(participação percentual)
Sudeste	195	64,1%	387	80,0%
Sul	83	27,3%	54	11,2%
Nordeste	16	5,3%	30	6,2%
Centro-Oeste*	8	2,6%	6	1,2%
Norte	*nd	*nd	*nd	*nd

Fonte: ABDI (2011, p. 202-203).

*Não disponível⁷⁶.

75 AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – ABDI. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro**. Brasília, 2011. Disponível em: <http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf>. Acesso em: dez. 2012

76 Na tabela apresentada pelo censo ABDI (2011, p. 202-203), não é possível a visualização dos totais correspondentes à região Norte. Ademais, a tabela não apresenta os números referentes ao estado de Mato Grosso.

Desta forma, consideramos que as medidas propostas possibilitarão que recursos dos fundos constitucionais do Norte, Nordeste e Centro-Oeste possam ser direcionados a investimentos em participações em empresas que atuem nessas regiões. Assim, a iniciativa poderá propiciar que, paulatinamente, a desigualdade regional possa ser, em alguma medida, atenuada.

Sobre o Capítulo V, que trata dos estímulos aos investimentos no setor de petróleo e gás natural

O setor de petróleo e gás natural não apenas apresenta expressiva relevância econômica como também conta com diversos subsetores de atividades que fazem parte de sua cadeia produtiva, os quais abrangem desde a construção de máquinas e de equipamentos como a realização de projetos de engenharia e de atividades voltadas a instrumentação e controle de processos, dentre diversas outras possibilidades.

Ademais, os contratos administrativos para atividades de exploração, desenvolvimento e produção de petróleo e gás natural usualmente estabelecem a obrigatoriedade de realização de despesas qualificadas com pesquisa e desenvolvimento. Entretanto, os investimentos das empresas do setor de óleo e gás em participações em outras empresas promissoras do setor em regra não são considerados para fins do atendimento em despesas qualificadas em pesquisa e desenvolvimento, ainda que as empresas investidas tenham atuação intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Desta forma, propomos que 10% dessas despesas obrigatórias em pesquisa e desenvolvimento possam ser direcionadas a FIP-Es que invistam, exclusivamente, em participações em empresas do setor de petróleo ou de gás natural. Ademais, na hipótese de, pelo menos, 5% do capital do FIP-E ser oriundo do BNDES ou da Finep, ou ainda de outros bancos de desenvolvimento ou agências de fomento, até 20% dessas despesas obrigatórias possam ser investidas nesses fundos, uma vez que, nesse caso, consideramos que seria maior a possibilidade de que as empresas por ele investidas sejam intensivas em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Sobre o Capítulo VI, que trata da participação do Estado em empresas inovadoras

A Lei nº 9.491, de 1997 (que substituiu a Lei nº 8.031, de 1990), estabelece procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização – PND. Entretanto, o art. 3º desse diploma legal estabelece que essa Lei não é aplicável ao Banco do Brasil S.A., à Caixa Econômica Federal, e a determinadas empresas públicas ou sociedades de economia mista que exerçam atividades de competência exclusiva da União.

Por sua vez, foi editado o Decreto nº 1.068, de 1994, que estabelece que ficam incluídas no PND as participações societárias minoritárias de que são titulares as fundações, autarquias, empresas públicas, sociedades de economia mista e quaisquer outras entidades controladas, direta e indiretamente, pela União. Todavia, o art. 3º desse Decreto especifica que essa disposição não se aplica às participações detidas pela BNDESPar, BB – Banco de Investimento S.A. e IRB – Brasil Resseguros S.A., dentre outras.

Nesse contexto, a Financiadora de Estudos e Projetos – Finep vem realizando diversas ações de estímulo ao capital empreendedor no Brasil. Entretanto, ao contrário do BNDES, a Finep não foi incluída no texto do referido Decreto que excepciona a BNDESPar do atendimento às diretrizes do PND, de maneira que não há permissão expressa para que a Finep invista diretamente em participações de empresas, apesar desses investimentos, sobretudo quando efetuados em parceria com o setor privado, serem importantes para a expansão do capital empreendedor no País.

Consideramos que a prerrogativa à qual nos referimos – concedida, por exemplo, à BNDESPar – também deve ser estendida à Finep. Muito embora, a partir de outros diplomas legais, seja possível inferir que a Finep também poderia efetuar investimentos diretos em participações de forma a estimular o capital empreendedor, consideramos também que esta é uma oportunidade propícia para que essa autorização esteja mencionada expressamente na Lei. Esse é o motivo pelo qual propomos a alteração ao texto da Lei nº 9.491, de 1997, que dispõe sobre o PND.

Sobre o Capítulo VII, que trata da redução de custos relativos a publicações obrigatórias

Para que uma empresa possa receber investimentos de fundos de investimento em participações, é necessário que seja uma sociedade anônima. Este é, inclusive, um requisito adequado, pois se trata da adoção de um modelo societário que propicia melhor governança e maior transparência aos sócios e aos investidores.

Com efeito, é por esse motivo que este projeto de lei complementar estipula, para os investimentos-anjo e os investimentos aceleradores de empresas, que até o momento da alienação de todas as participações do investidor ocorra a alteração da natureza jurídica da sociedade investida para sociedade por ações, caso não seja esse o modelo societário utilizado no momento do investimento inicial. Afinal, consideramos ser esta uma medida que aprimora o ambiente societário de nossa economia, e que torna essas empresas aptas a receberem aportes de recursos de fundos de investimento em participações.

Entretanto, essa alteração de modelo societário pode acarretar, atualmente, custos relevantes a essas empresas. Uma das grandes fontes de custos decorre da previsão de que as sociedades anônimas devem efetuar diversas publicações estabelecidas pela Lei

nº 6.404, de 1976. Essas publicações devem ser feitas em diário oficial e em ao menos um jornal de grande circulação, e há situações em que a CVM pode determinar a publicação em um segundo jornal.

Assim, o Capítulo VI da proposição, que trata das publicações obrigatórias estabelecidas por meio da Lei nº 6.404, de 1976, é de extrema importância para as empresas que não sejam consideradas como sociedades de grande porte nos termos da Lei nº 11.638, de 2007.

É importante ressaltar que muitas sociedades anônimas de capital fechado são *médias* ou, até mesmo, *pequenas* empresas. Frequentemente, essas sociedades operam em condições nas quais as margens de lucro são extremamente reduzidas diante de condições acirradas de competição no mercado e à ausência de escala suficiente para diluição adequada de custos (que é característica das grandes empresas).

Entretanto, o aspecto que mais nos chama a atenção é que mesmo essas empresas, salvo as exceções⁷⁷ estipuladas na Lei das Sociedades Anônimas, se submetem à obrigatoriedade de realizar publicações obrigatórias em jornais e em diários oficiais. Por sua vez, surpreende saber que, em muitas situações, a publicação em diários oficiais pode ser, inclusive, mais onerosa que a publicação em jornais de grande circulação.

Por outro lado, a obrigatoriedade de publicar balanços em jornais e em diários oficiais não mais se justifica em plena era da informação, em que esses dados podem ser divulgados de forma muito mais ampla e eficiente por meio da rede mundial de computadores.

É importante ressaltar que medida nesse sentido já foi aprovada por este Congresso Nacional por ocasião da apreciação da Medida Provisória nº 517, de 2010, convertida na Lei nº 12.431, de 2011. Entretanto, os dispositivos que estabeleciam a possibilidade de as publicações das demonstrações financeiras e demais atos societários de sociedades que não sejam de grande porte serem feitas em formato resumido, desde que mediante disponibilização da íntegra em registro eletrônico em página na *internet*, foram vetadas pelo Poder Executivo.

Em razão da relevância do tema, consideramos que é oportuno reproduzir integralmente o dispositivo vetado, bem como as razões para o veto:

A Secretaria de Comunicação Social da Presidência da República manifestou-se pelo veto aos seguintes dispositivos:

Art. 289 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, alterado pelo art. 6º do projeto de lei de conversão:

“**Art. 289.** As publicações ordenadas por esta Lei serão feitas no órgão oficial da União ou do Estado ou do Distrito Federal, conforme o lugar em que esteja situada

⁷⁷ Como, por exemplo, as exceções estabelecidas por meio do art. 294 da Lei nº 6.404, de 1976.

a sede da companhia, e em outro jornal de grande circulação editado na localidade em que está situada a sede da companhia, observado o disposto no art. 289-A.

.....” (NR)

Art. 7º

“Art. 7º A Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, passa a vigorar acrescida do seguinte art. 289-A:

‘Art. 289-A. As publicações das demonstrações financeiras e demais atos societários de sociedades que não sejam de grande porte poderão ser feitas em formato resumido, com a disponibilização da íntegra em registro eletrônico em página na internet, na forma prevista em regulamento da Comissão de Valores Mobiliários.

§ 1º As publicações referidas no *caput* serão feitas em jornal de grande circulação editado na localidade em que está situada a sede da sociedade, sendo dispensada a publicação em órgão oficial de que trata o art. 289.

§ 2º Não será considerada sociedade de grande porte, para os fins exclusivos do disposto neste artigo, aquela que tiver, no exercício social anterior, ativo total igual ou inferior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual igual ou inferior a R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais).

§ 3º Às publicações das demonstrações financeiras de sociedades que não sejam de grande porte aplica-se, no que couber, o disposto nos §§ 1º a 7º do art. 289.”

Razões dos vetos

“Os dispositivos ampliam o limite do valor do faturamento anual para dispensa da publicação da íntegra das demonstrações financeiras e demais atos societários sem apresentar mecanismos que assegurem adequadamente a publicidade e a transparência das informações aos seus acionistas e à sociedade.”

Enfim, as razões dos vetos mencionam sucintamente que a ampliação proposta do limite do faturamento para dispensa da publicação integral das demonstrações financeiras e demais atos societários não inclui mecanismos que assegurem a publicidade e transparência das informações aos acionistas e à sociedade.

Analisando a questão, consideramos que a proposta vetada poderia acarretar dificuldades – ainda que menores – no acesso às informações cuja publicação seja obrigatória. Afinal, a proposta vetada, dentre outros aspectos:

- não mencionava como poderiam ser acessadas, na íntegra, as informações referentes às sociedades que descontinuaram suas atividades;

- não estabelecia procedimentos que facilitassem que, uma vez desativado (por qualquer razão) o endereço eletrônico destinado à divulgação das informações, o interessado pudesse obter a íntegra das publicações a que se refere a Lei das Sociedades Anônimas;
- não impedia trocas frequentes de endereços eletrônicos nos quais as informações seriam divulgadas na íntegra;
- não estabelecia formas de o interessado conhecer o sítio eletrônico no qual as informações seriam divulgadas;
- não estipulava regras que impedissem que o endereço eletrônico utilizado para a divulgação apresentasse extensão que dificultaria sobremaneira sua digitação por parte do usuário; e
- não definia prazos para a divulgação eletrônica da íntegra das informações que deveriam ser publicadas.

Desta forma, pretendemos, por meio da presente proposição, estabelecer parâmetros que permitam que a disponibilização das informações requerida pela Lei das Sociedades Anônimas seja efetuada com a utilização de mecanismos que enfrentem as dificuldades às quais nos referimos, de modo a não haver prejuízos à publicidade e transparência das informações aos seus acionistas e à sociedade.

Sobre o Capítulo VIII, que trata do Simples Nacional e de outras normas tributárias

a) Sobre as alterações do Simples Nacional

Conforme mencionamos anteriormente, apenas as empresas que são sociedades anônimas podem receber investimentos de fundos de investimento em participações, requisito que é adequado, pois se trata de um modelo societário que propicia maior transparência e melhor governança empresarial.

Ademais, esta proposição também estabelece que, até o momento da alienação de todas as participações do investidor-anjo ou da aceleradora de empresas, a empresa investida se torne sociedade anônima, caso não seja esse o modelo societário empregado no momento do investimento inicial. Dessa forma, a empresa se torna apta a receber investimentos de fundos de investimento em participações.

Entretanto, um aspecto que pode se revelar como extremamente prejudicial para pequenas empresas promissoras é a necessidade de deixarem o regime tributário incentivado do Simples para que possam receber investimentos de fundos de investimento em

participações. O motivo é que as sociedades anônimas não podem estar inscritas no Simples, conforme estipula o art. 3º, § 4º, inciso X, da Lei Complementar nº 123, de 2006.

Assim, antes de iniciado o processo de investimentos por meio de fundos de investimento em participações, há uma enorme penalização à empresa investida, uma vez que, subitamente, seria compelida a deixar o Simples, passando a ser tributada pelo regime normal, não incentivado. Assim, logo de início podem estar sendo até mesmo inviabilizados esses investimentos que, de fato, são relevantes não apenas para essas empresas como para a economia.

Consideramos que é essencial que as sociedades anônimas possam estar inscritas no Simples. Não observamos razões pelas quais as empresas que optaram por utilizar esse modelo societário – que propicia melhor governança e que é mais transparente – sejam, em decorrência dessa decisão, impedidas de participar desse regime tributário incentivado.

Por outro lado, apenas permitir que as sociedades anônimas possam estar inscritas no Simples não é suficiente para viabilizar a realização de investimentos de FIP-E nessas sociedades. O motivo decorre das vedações⁷⁸ da Lei Complementar nº 123, que impedem que seja participante do Simples, dentre outros aspectos, a pessoa jurídica:

- de cujo capital participe outra pessoa jurídica;
- de cujo capital participe pessoa física que seja inscrita como empresário ou seja sócia de outra empresa inscrita no Simples (desde que a receita bruta global ultrapasse o limite do Simples);
- cujo titular ou sócio participe com mais de 10% do capital de outra empresa não beneficiada pela Lei Complementar nº 123 de 2006 (desde que a receita bruta global ultrapasse o limite desse regime tributário diferenciado);
- cujo sócio ou titular seja administrador ou equiparado de outra pessoa jurídica com fins lucrativos (desde que a receita bruta global ultrapasse o limite do Simples);
- que participe do capital de outra pessoa jurídica; ou
- que seja filial, sucursal, agência ou representação, no País, de pessoa jurídica com sede no exterior.

Essas vedações são, de fato, importantes para impedir estratégias oportunistas de planejamento tributário. Mais especificamente, sem essas restrições, poderia ocorrer a fragmentação de empresas como estratégia para possibilitar a fruição das alíquotas favorecidas do Simples mesmo quando, de forma consolidada, o grupo econômico auferir

78 As vedações apresentadas são estabelecidas por meio do art. 3º, § 4º, incisos I a V e VII, da Lei Complementar nº 123, de 2006.

receita bruta superior – ou mesmo significativamente superior – aos limites estabelecidos por meio do art. 3º, inciso II, da Lei Complementar nº 123.

Todavia, no caso específico dos FIP-Es, bastaria que um único quotista do fundo fosse pessoa jurídica para que a primeira das restrições mencionadas fosse aplicada, uma vez que um fundo de investimento é considerado um condomínio de investidores (que são os quotistas do fundo). Da mesma forma, bastaria um único quotista pessoa física do FIP-E se enquadrar em qualquer das demais vedações para inviabilizar que o FIP-E possa realizar investimentos na empresa inscrita no Simples.

Este projeto propõe, assim, que os FIP-Es sejam excepcionados dessas vedações. Há que se observar que, no caso dos investimentos realizados por FIP-E, as empresas investidas, mesmo após os aportes de recursos, continuarão sujeitas às regras do Simples. Desta forma, se forem ultrapassados os limites de faturamento em decorrência desses investimentos, o fato de o FIP-E ser sócio da empresa não representaria uma facilidade para a execução de uma estratégia de fragmentação da empresa para fins de burla aos limites de faturamento de que trata a Lei Complementar nº 123. Afinal, ao menos dois aspectos devem ser considerados para essa afirmação:

- esta proposição estabelece um requisito de fragmentação da participação de quotistas no FIP-E. Nessa modalidade de fundo, qualquer grupo de quotistas que sejam partes relacionadas entre si não deterão 50% ou mais do total de quotas do fundo. Por sua vez, o conceito de partes relacionadas estabelecido na proposição implica que os sócios controladores da empresa inscrita no Simples investida pelo fundo são partes relacionadas entre si, de maneira que esses sócios não podem deter 50% ou mais das quotas do FIP-E. Esse aspecto dificultaria a estratégia de fragmentação da empresa por meio da utilização dessa modalidade de FIP-E para fins de burla aos limites da Lei Complementar nº 123; e
- a estrutura para criar e manter em funcionamento um FIP-E é onerosa, inclusive devido aos requisitos estabelecidos pela CVM para o funcionamento desses fundos. Dessa forma, seria contraproducente a utilização desse dispendioso veículo de investimentos apenas como instrumento para fragmentar uma empresa que atinxisse o limite de faturamento do Simples. Afinal, os fundos de investimento em participações apresentam um portfólio de empresas investidas cujo faturamento, em seu conjunto, é muitas vezes superior aos limites de faturamento estabelecidos pelo Simples. Assim, mesmo um FIP-E especializado em investir em empresas inscritas no Simples deveria manter uma carteira composta por um grande número de pequenas empresas investidas, de maneira a haver suficiente ganho de escala que compensasse os custos de operação de um fundo de investimento em participações. Todavia, esse aspecto dificultaria sobremaneira a utilização da estrutura

de um FIP-E como instrumento para burla aos limites de faturamento estabelecidos pela Lei Complementar nº 123.

Por outro lado, a proposição não deve apenas possibilitar que FIP-Es invistam em empresas inscritas no Simples, mas também que investidores-anjo e aceleradoras de empresas também possam atuar da mesma forma. Afinal, ainda que seja revogado o art. 3º, § 4º, inciso X da Lei Complementar nº 123, que exclui as sociedades anônimas do Simples, as demais vedações estabelecidas por essa Lei Complementar impossibilitariam as participações desses investidores nessas empresas.

Entretanto, para os investidores-anjo e aceleradoras de empresas, há uma dificuldade para tornar possível a realização desse investimento. O motivo é que apenas após a alienação das participações será possível saber (i) se o investimento temporário dos anjos e aceleradoras cumpriu os prazos máximos de duração estabelecidos por este projeto de lei complementar; e (ii) se a empresa investida efetivamente alterou seu modelo societário para o modelo de sociedade por ações, caso não fosse esse o modelo vigente por ocasião do investimento inicial.

A propósito, é importante observar que essas características são essenciais para a identificação de um investimento-anjo ou de um investimento acelerador de empresas. Sem essas restrições, haveria um expressivo risco de que qualquer sócio de qualquer empresa pudesse pleitear o benefício tributário que deveria ser destinado exclusivamente a esses investidores temporários que contribuem não apenas com capital, mas também com conhecimento, experiência e com sua rede de relacionamentos para a viabilização e desenvolvimento das empresas investidas.

Em suma, no momento da aquisição da participação não será possível saber se o investimento é, de fato, um investimento-anjo ou um investimento acelerador de empresas. Esse aspecto inviabiliza a inserção, na Lei Complementar nº 123, de uma regra similar à proposta para os FIP-E.

Em decorrência dessa dificuldade, optamos por criar o conceito de “atividades conexas”, que, de acordo com o projeto, são as seguintes:

- enquadradas na mesma subclasse da Classificação Nacional de Atividades Econômicas – CNAE, definida e divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE; ou
- realizadas por diferentes pessoas jurídicas sem que exista propósito comercial que justifique a sua realização por pessoas jurídicas distintas, conforme estabelecido em resolução do Comitê Gestor do Simples Nacional. Trata-se da situação na qual, apesar de essas duas pessoas jurídicas desempenharem atividades econômicas em subclasses distintas da CNAE, não se verificam razões suficientemente for-

tes para que essas atividades não sejam praticadas por uma única empresa, ao invés de duas. As características que apontariam essa situação de fragmentação indevida de uma pessoa jurídica seriam estabelecidas por meio de resoluções do Comitê Gestor do Simples Nacional. De toda forma, na ausência dessas resoluções, apenas seriam conexas as atividades enquadradas na mesma subclasse da CNAE.

A motivação para criar o conceito de atividades conexas está relacionada à viabilização da inclusão, no regime incentivado do Simples, da pessoa jurídica de cujo capital partícipe outra pessoa física ou jurídica de que tratam os incisos I a V e VII do § 4º do art. 3º da Lei Complementar nº 123 de 2006, desde que a pessoa jurídica, o empresário ou a empresa referidos nesses incisos não desenvolvam atividades conexas com a empresa investida inscrita no Simples.

Entendemos que essa previsão não coloca em risco a integridade do regime do Simples, uma vez que, nas fragmentações de empresas – designação que inclui a estratégia de criação de novas empresas assim que são alcançados os limites de faturamento estipulados pela Lei Complementar nº 123 –, seria esperado que as empresas fragmentadas atuariam, em regra, na mesma subclasse da CNAE, uma vez que se trataria da expansão de um mesmo negócio relacionado à mesma subclasse de atividade econômica.

De toda forma, a proposição também propicia a ampliação desse conceito, uma vez que possibilita ao Comitê Gestor do Simples a elaboração de resoluções que especifiquem situações nas quais atividades de CNAEs distintas também poderão ser consideradas conexas, de maneira a coibir eventuais estratégias de burla aos limites de faturamento do Simples. Poderia ser o caso de uma empresa que conte com departamento responsável por embalar os produtos por ela produzidos. Se esse departamento se tornar uma empresa autônoma do ramo de embalagens, mas, todavia, prestar serviços exclusivamente para a empresa original, a situação poderia configurar uma fragmentação indevida da empresa, ainda que a subclasse da CNAE fosse distinta daquela do ramo de negócio original. Esse é o tipo de situação que poderia, eventualmente, ser tratado por meio de uma resolução do Comitê Gestor do Simples Nacional.

b) Sobre as alterações das regras de tributação sobre ganho de capital

Um dos aspectos importantes a serem observados no aprimoramento das regras de tributação incidentes sobre investimentos realizados por meio de capital empreendedor refere-se ao longo prazo associado a essas iniciativas.

Com efeito, esta proposição estipula que os investimentos-anjo e os investimentos aceleradores de empresas ocorrerão em até oito anos; os investimentos em FIP-E, em até 15 anos; e os investimentos em FIP-E que também sejam considerados Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura, em até 20 anos, em regra.

Por outro lado, não é razoável que seja tributada a inflação correspondente ao período de realização desses investimentos de longo prazo. Afinal, uma inflação de 4,5% ao ano acarreta, durante 15 anos, uma inflação de nada menos que 70%. Não nos parece aceitável que, sobre a parcela de expansão puramente nominal equivalente a 70% do valor investido, seja aplicada a alíquota de tributação sobre ganhos de capital.

Dessa forma, o projeto propõe que a base de cálculo do imposto sobre ganhos de capital decorrentes de investimentos-anjo, investimentos aceleradores de empresas e investimentos realizados por FIP-E seja apurada ajustando o valor investido por meio de sua multiplicação com o fator de ajuste igual a $(1 + i)^{(m/12)}$, onde $i = 0,045$ e o expoente “m” corresponde ao número de meses-calendário ou fração decorridos entre a data de realização do investimento e o mês da alienação do investimento ou de amortização ou resgate de quota. Assim, a regra possibilita a correção do valor do investimento inicial por uma inflação equivalente a 4,5% ao ano no período. De toda forma, a proposição prevê que o Poder Executivo também poderá alterar o fator “i” de maneira que reflita as expectativas ou metas de inflação para a economia brasileira, evitando assim a referência à inflação *passada* (uma vez que a utilização da inflação passada poderia contribuir para a elevação da inércia inflacionária na economia).

Entretanto, não adentraremos a questão da necessidade dessa correção ser estendida a outros ramos de atividade econômica, uma vez que esse aspecto deve ser tratado no âmbito de um esforço mais amplo que tenha por objetivo o aprimoramento do sistema tributário como um todo⁷⁹, o que não impede, contudo, que essa distorção não seja corrigida ao menos para o segmento do capital empreendedor, ante sua marcada importância para o desenvolvimento e modernização de nossa economia.

No que se refere às alíquotas, nossa proposta é no sentido da redução, de 15% para 10%, da alíquota sobre ganhos de capital decorrentes de investimentos realizados por FIP-E. Ademais, na hipótese de as alienações dos investimentos dos FIP-E serem realizadas mediante abertura de capital por meio de oferta pública inicial de ações em bolsa de valores (ou seja, por meio de *Initial Public Offerings* – IPOs), a proposta é no sentido de a referida alíquota ser igual a 5%.

Busca-se, assim, viabilizar a realização de IPOs, que representam, sobretudo nas economias mais desenvolvidas, um importante mecanismo de saída dos investimentos realizados por meio de *private equity* e *venture capital*. No Brasil, entretanto, há uma expressiva dificuldade para a abertura de capital das sociedades anônimas de capital fechado mediante ofertas iniciais de valor mais reduzido, aspecto que foi extensamente analisado pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores (criado por diversas entidades e órgãos

79 Não se trataria, simplesmente, de retirar a inflação das bases de cálculo para apuração da tributação sobre ganhos de capital, mas também de ajustar as alíquotas de maneira a evitar uma variação significativa da arrecadação total que ocasionasse uma desestabilização do lado fiscal da economia.

governamentais, pela BM&FBovespa e por várias outras instituições privadas)⁸⁰, cujo esforço conduziu à elaboração de detalhado estudo publicado pela ABDI (2013)⁸¹ sobre o tema. Assim, a proposta de redução da alíquota tributária sobre ganhos de capital busca viabilizar e incentivar o processo de desinvestimento por meio de IPOs. Afinal, uma das grandes questões analisadas pelos investidores refere-se exatamente às alternativas que se apresentarão no futuro para encerrar o ciclo de investimentos na empresa. Nesse sentido, o fortalecimento desse importante mecanismo de saída poderá contribuir favoravelmente para a decisão de alocar recursos à empresa considerada promissora.

Outro aspecto a ser destacado refere-se à norma que trata do Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I). Consideramos que poderia ser muito restritiva a necessidade de haver sociedade de propósito específico para que os projetos investidos por essa modalidade de fundos sejam considerados de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, motivo pelo qual, nesse projeto, o requisito foi retirado do art. 1º, § 1º-A, da Lei nº 11.478, de 2007.

Já em relação aos investimentos-anjo e aos investimentos aceleradores de empresa – os quais, tipicamente, são direcionados a empresas de menor porte –, propomos que o ganho de capital seja tributado de forma definitiva na fonte mediante:

- alíquota de 2,5% (dois inteiros e cinco décimos por cento) na hipótese de o ganho de capital corresponder a uma vez e meia o valor investido; e
- alíquota de 5% (cinco por cento) para a parcela do ganho de capital que ultrapassar esse limite.

Por sua vez, caso sejam descumpridos os limites de duração desses investimentos temporários, a alíquota aplicável será de 15%.

É importante destacar que, em nossa visão, os investimentos de reduzida magnitude, muitas vezes realizados por pessoas naturais ou por aceleradoras de empresas, são tipicamente direcionados a pequenos negócios. Esses empreendimentos são de crucial importância para o capital empreendedor, pois, uma vez efetuados os aportes iniciais de investimentos de anjos ou de aceleradoras, os negócios beneficiados podem apresentar uma expansão que os torne atrativos para aportes subsequentes mais relevantes de *venture capital* ou de *private equity*. Assim, trata-se de incentivar o elo inicial da cadeia de investimentos realizados por meio de capital empreendedor.

80 Dentre os órgãos e entidades governamentais, podem ser mencionados a ABDI, CVM, Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda, Finep e BNDES/BNDESPar. Mais informações sobre o Comitê podem ser obtidas, por exemplo, em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/abertura-de-capital/comite-tecnico-de-ofertas-menores.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: set.2014.

81 AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – ABDI. Incentivos à Abertura de Capital em Bolsa de Valores. Brasília, 2013. Disponível em: <http://www.abdi.com.br/Estudo/Incentivos%20a%20abertura_estudo_ABDI.pdf>. Acesso em: set. 2014.

Enfim, o incentivo ora proposto é voltado a investidores de porte relativamente reduzido, muitos deles pessoas naturais, que usualmente direcionam seus recursos a *pequenos* negócios promissores, os quais usualmente não têm acesso aos recursos de grandes investidores – afinal, investidores de maior porte necessitam, por uma questão de escala, realizar investimentos mais expressivos, uma vez que simplesmente não teriam condições operacionais de gerenciar adequadamente uma carteira composta por um enorme número de pequenos negócios.

Desta forma, o incentivo proposto se justifica duplamente: por estimular pequenos investidores a alocarem seus recursos no capital produtivo; e por propiciar o direcionamento de investimentos a negócios incipientes ou de pequeno porte que se mostrem promissores.

É oportuno comentar que, inclusive, foi considerada a possibilidade de que, para ganhos de capital mais reduzidos, a alíquota poderia ser zero, e não 2,5%. Entretanto, consideramos que estipular alíquota zero poderia incentivar estratégias de planejamento tributário a partir da utilização de um valor irreal para a alienação dos investimentos realizados. Afinal, a Lei nº 12.723, de 2014, estabelece benefícios tributários para o adquirente que registrar ágio por rentabilidade futura na transação.

Sobre o Capítulo IX, que trata da harmonização dos incentivos a investimentos

A análise dos incentivos intrínsecos às alíquotas tributárias utilizadas no País é aspecto essencial a ser considerado na formulação de uma política de estímulo ao capital empreendedor.

Dessa forma, é necessário verificar não apenas o valor absoluto, mas também o valor relativo das alíquotas em relação a outras modalidades de investimento que se apresentam ao investidor.

No caso específico de investimentos em empresas de capital fechado, o período de maturação é sobremaneira extenso (de até 8 anos, no caso dos investimentos-anjo ou investimentos aceleradores de empresas; de até 15 anos, no caso de FIP-E; e de até 20 anos, no caso de FIP-E que atue no segmento de infraestrutura) e os riscos são expressivos, podendo comprometer, conforme mencionamos anteriormente nessa justificação, não apenas o capital investido como também parte relevante do patrimônio do investidor no caso de episódios de desconsideração da personalidade jurídica das empresas investidas ou de outros eventos imprevistos.

Por esse motivo, consideramos que a alíquota a ser aplicada a esses investimentos deveria ser favorecida em relação àquelas incidentes sobre os investimentos em ações negociadas em bolsas de valores pelos seguintes aspectos, dentre outros:

- os investimentos efetuados por meio de capital empreendedor em empresas de capital fechado requerem o efetivo envolvimento do investidor na gestão do negócio;
- o capital empregado nessa modalidade de negócios torna-se *ilíquido*, o que normalmente não ocorre (ou ocorre em um grau significativamente menor) na aquisição de ações negociadas em bolsa;
- os riscos envolvidos vão muito além do risco de mercado existente no mercado de ações transacionadas em bolsa. Há a necessidade de processos primorosos de *due diligence* os quais, todavia, não eliminam riscos ocultos que podem se manifestar de diversas formas;
- os investimentos realizados por meio de capital empreendedor apresentam importância distintiva para a economia, o empreendedorismo e a inovação.

Não obstante, os rendimentos oriundos de transações com ações negociadas em bolsa, como regra geral, não apenas são tributados à mesma alíquota que os investimentos em capital empreendedor, como também são, no caso específico de transações realizadas por pessoa física em alienações que não ultrapassem R\$ 20 mil ao mês, *isentos* (conforme estabelece o art. 3º da Lei nº 11.033, de 2004).

Até mesmo o ouro, quando negociado como ativo financeiro, é *isento* para as transações por pessoas físicas no montante de até R\$ 20 mil ao mês, muito embora seja esse um caso de um ativo que se revela como praticamente *estéril* para a economia.

Ademais, há várias alternativas de investimento que também são isentas para as pessoas físicas. Basta analisar as modalidades representadas por investimentos em fundos de investimento imobiliário, letras de crédito imobiliário, recebíveis de crédito imobiliário, letras hipotecárias, certificado de direitos creditórios do agronegócio, letra de crédito do agronegócio e certificado de recebíveis do agronegócio. Todos esses investimentos, além de outros mais, são *isentos*, independentemente do valor do investimento, quando realizados por pessoas físicas.

É importante destacar que vários desses investimentos são representativos da modalidade *renda fixa*. Os investimentos nas já populares LCI – Letras de Crédito Imobiliárias e LCA – Letras de Crédito do Agronegócio oferecem rentabilidade que acompanha a evolução da taxa Selic. Assim, apresentam risco extremamente reduzido para o investidor e, não obstante, seus rendimentos não são tributados.

Desta forma, não nos parece adequado que, enquanto um investimento de renda fixa praticamente livre de risco de mercado não seja tributado, os rendimentos decorrentes de aquisição de participações em empresas, que apresentam expressivo risco e que tenham significativa importância para a economia, sejam tributados mediante a alíquota de 15%.

É importante ressaltar que reconhecemos a importância dos investimentos em ativos imobiliários e no agronegócio. Contudo, é necessário também ponderar que muitos dos investimentos isentos referem-se a operações que apenas utilizam recebíveis do setor imobiliário ou do agronegócio como lastro, resultando assim em operações de renda fixa. Muito embora existam riscos associados às atividades subjacentes a esses papéis, trata-se normalmente de títulos que contam com a garantia da instituição financeira emitente e, em alguns casos, dentro de certos limites financeiros, com a garantia adicional do Fundo Garantidor de Créditos. Trata-se de um cenário muito diverso daquele existente no caso dos investimentos-anjo, dos investimentos aceleradores de empresas e das demais formas de participações efetuadas com capital empreendedor, nos quais não há, em regra, quaisquer garantias.

Ademais, com relação aos fundos de investimento imobiliário, nem todas as operações se destinam a desenvolvimento de novas unidades, uma vez que muitas destinações desses fundos estão relacionadas à aquisição e gerenciamento de imóveis usados com o objetivo de arrecadação de aluguéis. Não obstante, mesmo o gerenciamento de imóveis usados por meio de fundos de investimento imobiliário tem, evidentemente, seu valor para a economia. Entretanto, o aspecto a considerar é se essas iniciativas devam ser, do ponto de vista tributário, tão mais incentivados que os investimentos efetuados por meio de capital empreendedor.

Por sua vez, é importante que outro aspecto da Lei nº 11.033, de 2004, seja abordado. Trata-se da desigualdade de alíquotas aplicáveis a investidores pessoas físicas e a pessoas jurídicas. Mais especificamente, não consideramos que há razões suficientemente fortes para incentivar determinada modalidade de investimentos para pessoas físicas, mas não para pessoas jurídicas. Esse tipo de distinção pode, até mesmo, acarretar distorções para o ambiente empresarial. Afinal, caso uma sociedade empresária considere relevante uma dessas modalidades de investimento, provavelmente os *sócios* da empresa os realizarão, mas não a *sociedade empresária* por eles formada. Enfim, não nos parece ser esta uma distinção que, salvo casos muito específicos, mereça ser mantida.

Desta forma, propomos que **a mesma alíquota seja aplicada tanto aos rendimentos de pessoas físicas como de pessoas jurídicas** em relação aos investimentos que efetuarem nos ativos de que trata o art. 3º da Lei nº 11.033, de 2004.

Ademais, consideramos razoável que esses investimentos sejam tributados com alíquotas comparáveis àquelas aplicáveis aos investimentos realizados por meio de capital empreendedor no FIP-E, fundo que, conforme nossa proposta, é tributado mediante a alíquota de 10%, em regra.

Efetuada os ajustes aqui referidos, consideramos que também há espaço para a alteração das alíquotas incidentes sobre o Fundo de Investimento em Participações em Infraes-

trutura (FIP-IE) e o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I). Uma vez que os fundos de investimento imobiliário serão tributados à alíquota de 10%, e os investimentos-anjo e investimentos aceleradores à alíquota de 5% para a parcela do ganho de capital que ultrapassar o limite de uma vez e meia o valor investido, consideramos que os FIP-IE e os FIP-PD&I podem ser tributados à alíquota de 5%. É importante ressaltar que esses investimentos também serão desonerados da parcela referente ao ajuste de 4,5% ao ano aplicado sobre o valor investido, de forma a retirar, ainda que de forma aproximada, a inflação ocorrida durante o período no qual o investimento é realizado.

Sobre o Capítulo X, que trata das disposições finais e transitórias

Consideramos oportuno estabelecer que, transitoriamente, o investimento-anjo e o investimento acelerador de empresas também poderão ser realizados por meio de aquisição de instrumentos de dívida quirografária conversível em quotas ou ações emitidas pela sociedade investida, por meio de aquisição de bônus de subscrição ou, no caso de sociedades que não sejam sociedades por ações, por meio de opções de compra de quotas de emissão primária da sociedade.

Entendemos que essas formas de realizar o investimento-anjo ou o investimento acelerador de empresas devam ser facultadas aos investidores apenas temporariamente, uma vez que se trata de modalidades que apenas se aproximam de participações efetivas nas sociedades investidas.

Apenas para fornecer um exemplo, a utilização de um instrumento de dívida conversível em ações ou em quotas possibilitaria ao investidor, no caso de insucesso da empresa investida, exercer seu direito de receber do empreendedor malsucedido o valor investido acrescido dos juros estabelecidos no instrumento.

Entretanto, não nos parece que essa seja a característica típica do investimento-anjo uma vez que, em tese, o insucesso da empresa investida deveria acarretar também o insucesso desse investimento. Afinal, esse fato seria indicativo de que também o investidor-anjo teria falhado tanto na seleção da empresa investida como no acompanhamento da gestão dessa empresa. Entretanto, ao utilizar o instrumento de dívida conversível, esse investidor continuaria a deter um direito jurídico à totalidade do capital investido, o que não nos parece adequado. Muito embora o empreendedor possa não deter patrimônio suficiente para satisfazer a dívida junto ao investidor-anjo, tanto o patrimônio da sociedade investida como, eventualmente, o patrimônio pessoal do empreendedor poderiam ser direcionados à liquidação dessa dívida.

Por outro lado, caso o instrumento utilizado pelo investidor-anjo seja a opção de compra, os efeitos financeiros seriam significativamente diferentes a depender do preço de exercício utilizado no contrato. Afinal, opções de compra com preços de exercício muito reduzidos (opções *deep in the money*) ou muito elevados (opções *deep out of the money*) apresentam características muito distintas entre si no que se refere ao momento em que a maior parte dos recursos será transferida para a empresa investida.

Mais especificamente, na opção *deep in the money* o valor intrínseco é elevado e as transferências de recursos à empresa investida serão relevantes no momento da aquisição desse instrumento derivativo. Caso se trate de uma opção *deep out of the money*, o valor intrínseco da opção é muito reduzido, e nesse caso as transferências de recursos ocorrerão substancialmente apenas no momento do exercício da opção (se a opção chegar a ser exercida), quando o sucesso da empresa investida for evidente. Assim, parece-nos ser esta uma característica que se afasta daquela que seria esperada para um investimento-anjo legítimo.

Enfim, consideramos que seria preferível a realização de investimento-anjo e de investimentos aceleradores de empresas efetivamente por meio de aquisição de participações das empresas investidas. Nesse caso, as transações seriam mais transparentes, sendo que as medidas propostas por esse projeto referentes ao aprimoramento do ambiente de negócios podem ter reflexos para propiciar uma melhor proteção desses investidores temporários em relação à persecução de seu patrimônio pessoal em decorrência de eventuais ações judiciais.

De toda forma, optamos por estabelecer que o Poder Executivo possa não apenas antecipar, mas também prorrogar o prazo de cinco anos proposto para a utilização desses outros instrumentos na realização de investimentos-anjo ou investimentos aceleradores de empresas que usufruam dos benefícios tributários propostos. Evidentemente, esses outros instrumentos poderão ser utilizados a qualquer momento, embora, eventualmente, sem a fruição das medidas fiscais ora propostas.

É importante ainda destacar o dispositivo presente neste projeto que estabelece que os atuais fundos de investimento em participações serão encerrados após decorridos 20 anos da data de publicação desta Lei Complementar, ou após 25 anos no caso de fundos de investimento em quotas desses fundos ou de Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura de que trata a Lei nº 11.478, de 2007, períodos nos quais deverão ser alienados todos os investimentos realizados pelos referidos fundos.

Essa medida está intrinsecamente relacionada à possibilidade de utilização das diversas modalidades de fundos de investimento em participações para fins de planejamento tributário. Afinal, conforme já comentado, pelas regras tributárias vigentes o pagamento do imposto de renda relacionado aos ganhos de capital desses fundos apenas ocorre por ocasião da alienação, amortização ou resgate de suas quotas. Entretanto, à exceção dos

FMIEEs, cujo prazo de duração é de 10 anos⁸², não há prazo máximo de duração para os demais fundos de investimento em participações. Assim, nada impede que um fundo permaneça em funcionamento por prazo indeterminado.

Desta forma, não nos parece razoável que um fundo de investimento em participações possa permanecer em funcionamento por, digamos, 100 anos, uma vez que, nesse caso, o pagamento do respectivo imposto sobre ganhos de capital ocorrerá apenas no encerramento do fundo, e desde que os ativos que o compõem sejam alienados.

Por esse motivo, consideramos ser importante que, após os prazos que aqui nos referimos, de 20 ou de 25 anos a depender do caso, esses fundos sejam encerrados e seus ativos sejam alienados. É importante ressaltar que consideramos que esse prazo é mais do que suficiente para permitir a alienação de todos os ativos que integram esses fundos.

Evidentemente, poderá haver alegações segundo as quais os referidos fundos foram criados mediante estatutos que estipularam seu funcionamento por um período de 100 anos ou mais, e que, ainda assim, tratar-se-ia de atos jurídicos perfeitos protegidos pelo art. 5º, XXXVI, da Constituição Federal.

Não obstante, há também que se ressaltar que há expressivo número de manifestações do Supremo Tribunal Federal nas quais restou assentado não haver direito adquirido a regime jurídico. Com efeito, não é razoável postular que o regulador, ao criar parâmetros balizadores do funcionamento de determinado tipo de fundo de investimento, não possa rever sua decisão a partir de fatos observados *a posteriori*, modificando esses parâmetros com vistas ao interesse público envolvido. Uma decisão nesse sentido, na qual a Administração revê seus próprios atos, não equivale, de forma alguma, a quebra de contrato.

Feitas essas considerações, é necessário comentar que a Lei Complementar decorrente desta proposição entrará em vigor no ano seguinte ao de sua publicação oficial, e também não antes de decorridos cento e oitenta dias dessa publicação.

É importante esclarecer que optamos por efetuar essa previsão em razão das disposições do art. 150, inciso III, alíneas “b” e “c” da Constituição Federal, que vedam a cobrança de tributos no mesmo exercício financeiro em que haja sido publicada a lei que os instituiu ou aumentou, e também antes de decorridos noventa dias da data em que haja sido publicada essa lei. Entretanto, estipulamos um prazo mínimo de vacância de cento e oitenta dias, e não de apenas noventa, de forma a possibilitar a elaboração de eventuais regulamentações aos dispositivos que serão convertidos em norma jurídica.

Por fim, consideramos que é importante que, em seguida à apresentação deste Projeto de Lei Complementar, seja encaminhado requerimento de informações ao Senhor Ministro

82 Conforme o art. 2º da Instrução CVM nº 209, de 1994, com a redação conferida pela Instrução CVM nº 477, de 2009.

da Fazenda de forma a obter a estimativa de impacto orçamentário e financeiro decorrentes desta proposição. Mais especificamente, o pedido deve se referir ao encaminhamento, pelo Ministério da Fazenda, de estimativas de impacto orçamentário e financeiro, detalhando a respectiva memória de cálculo, para cada exercício de 2016 a 2018.

Esse requerimento decorre, especialmente, da observância ao disposto no art. 14 da Lei Complementar nº 101, de 2000 – Lei de Responsabilidade Fiscal, combinado ao estabelecido no art. 94 da Lei nº 12.919, de 2013 – Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2014, o qual determina, em seu *caput*, que *“as proposições legislativas e respectivas emendas, conforme art. 59 da Constituição Federal, que, direta ou indiretamente, importem ou autorizem diminuição de receita ou aumento de despesa da União, deverão estar acompanhadas de estimativas desses efeitos no exercício em que entrarem em vigor e nos dois subsequentes, detalhando a memória de cálculo respectiva e correspondente compensação, para efeito de adequação orçamentária e financeira e compatibilidade com as disposições constitucionais e legais que regem a matéria.”*

Muito embora na referida proposição existam dispositivos que acarretam aumento de receita da União, torna-se necessário cotejar seus efeitos com as propostas que acarretam perda orçamentária, de maneira a apurar o resultado líquido decorrente dessas alterações legislativas.

Destaca-se, ademais, que o § 3º do referido art. 94 da Lei nº 12.919, de 2013, dispõe que *“a estimativa do impacto orçamentário-financeiro previsto neste artigo deverá ser elaborada ou homologada por órgão competente da União e acompanhada da respectiva memória de cálculo”*.

Desta forma, certos do caráter meritório da presente proposição – que estabelece incentivos, inclusive por meio do aprimoramento do ambiente de negócios no País, aos investimentos efetuados em participações empresariais por meio de capital empreendedor – e de sua expressiva importância para o desenvolvimento não apenas econômico mas também social do Brasil, e em virtude de sua contribuição para a modernização da economia e para a criação de postos de trabalho de maior qualidade, contamos com o apoio dos nobres pares para sua aprovação.

Sala das Sessões, em de de 2014.

José Humberto (PSD/MG)
Relator do Estudo

Inocência Oliveira (PR/PE)
Presidente do Centro de Estudos e Debates Estratégicos

REQUERIMENTO DE INFORMAÇÃO Nº , DE 2014

(Dos Srs. membros do Centro de Estudos e Debates Estratégicos)

Requer informações ao Senhor Ministro da Fazenda referentes à estimativa de impacto orçamentário e financeiro do Projeto de Lei Complementar nº _____, de 2014, que “dispõe sobre o aprimoramento do ambiente de negócios no País e estabelece incentivos aos investimentos efetuados mediante participações empreendedoras”.

Senhor Presidente:

Requeiro a Vossa Excelência, com fundamento no art. 50, § 2º, da Constituição Federal, e nos arts. 24, inciso V e § 2º, 115, inciso I, e 116 do Regimento Interno desta Casa, que, ouvida a Mesa, seja encaminhado ao Senhor Ministro da Fazenda o seguinte pedido de informações:

Encaminhamento de estimativas de impacto orçamentário e financeiro, detalhando a respectiva memória de cálculo, para cada exercício de 2016 a 2018, decorrentes do Projeto de Lei Complementar nº _____, de 2014, em tramitação nesta Casa do Congresso Nacional, considerando como 6 de junho de 2015 a data da publicação da Lei Complementar decorrente desta proposição, com entrada em vigor na data de 2 de janeiro de 2016 – ou seja, no ano seguinte ao de sua publicação oficial, e não antes de decorridos 180 dias dessa publicação.

Requeremos que a referida memória de cálculo especifique, em relação a cada um de seus dispositivos que tratem de matéria tributária, não apenas as despesas, mas também as receitas oriundas da referida proposição.

Quanto à elevação de receitas, solicitamos, em relação à nova redação conferida ao art. 3º da Lei nº 11.033, de 2004, por meio do art. 23 da proposição, a discriminação das fontes de recursos decorrentes da elevação das alíquotas incidentes às pessoas físicas e das despesas oriundas de reduções das alíquotas aplicáveis às pessoas jurídicas. Da mesma forma, é necessário conhecer a estimativa das receitas decorrentes das alterações efetuadas por meio do art. 24 da proposição.

JUSTIFICAÇÃO

Na condição de membro do Centro de Estudos e Debates Estratégicos – CEDES desta Câmara dos Deputados e de relator de estudo realizado neste Centro que culminou na elaboração do Projeto de Lei Complementar nº _____, de 2014, apresento o presente requerimento no intuito de subsidiar a análise técnica da matéria, a qual se encontra em tramitação nesta Casa Legislativa.

O presente requerimento decorre, especialmente, da observância ao disposto no art. 14 da Lei Complementar nº 101, de 2000 – Lei de Responsabilidade Fiscal, combinado ao estabelecido no art. 94 da Lei nº 12.919, de 2013 – Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2014, o qual determina, em seu *caput*, que *“as proposições legislativas e respectivas emendas, conforme art. 59 da Constituição Federal, que, direta ou indiretamente, importem ou autorizem diminuição de receita ou aumento de despesa da União, deverão estar acompanhadas de estimativas desses efeitos no exercício em que entrarem em vigor e nos dois subsequentes, detalhando a memória de cálculo respectiva e correspondente compensação, para efeito de adequação orçamentária e financeira e compatibilidade com as disposições constitucionais e legais que regem a matéria.”*

Muito embora na referida proposição existam dispositivos que acarretem aumento de receita da União, torna-se necessário cotejar seus efeitos com os demais dispositivos que acarretem perda orçamentária, de maneira a apurar o resultado líquido decorrente dessas alterações legislativas.

Destaca-se, ademais, que o § 3º do referido art. 94 da Lei nº 12.919, de 2013, dispõe que *“a estimativa do impacto orçamentário-financeiro previsto neste artigo deverá ser elaborada ou homologada por órgão competente da União e acompanhada da respectiva memória de cálculo”*.

Sala das Sessões, em de de 2014.

José Humberto (PSD/MG)

Relator do Estudo

Inocência Oliveira (PR/PE)

Presidente do Centro de Estudos e Debates Estratégicos

REQUERIMENTO

(Dos Srs. membros do Centro de Estudos e Debates Estratégicos)

Requer o envio de Indicação ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação, sugerindo uma abordagem para a elaboração da regulamentação à Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, que “institui o Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) e dá outras providências”.

Senhor Presidente:

Nos termos do art. 113, inciso I e § 1º, do Regimento Interno da Câmara dos Deputados, requero a V. Ex^a. que seja encaminhada ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação, a Indicação anexa, sugerindo uma abordagem para a elaboração da regulamentação à Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, que “institui o Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) e dá outras providências”.

Sala das Sessões, em de de 2014.

José Humberto (PSD/MG)

Relator do Estudo

Inocência Oliveira (PR/PE)

Presidente do Centro de Estudos e Debates Estratégicos

INDICAÇÃO Nº _____, DE 2014

(Dos Srs. membros do Centro de Estudos e Debates Estratégicos)

Sugere uma abordagem para a elaboração da regulamentação à Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, que “institui o Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) e dá outras providências”.

Excelentíssimo Senhor Ministro da Ciência, Tecnologia e Inovação:

A presente proposta tem por objetivo sugerir uma possível abordagem para a elaboração da regulamentação à Lei nº 11.478, de 2007, a qual é de competência do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação – MCTI, conforme estabelece o art. 1º, § 1º-A, do referido diploma legal.

A previsão dessa regulamentação foi estabelecida em 24 de junho de 2011, há mais de três anos, o que reflete a complexidade da matéria. Não obstante, a ausência dessa norma impede que dispositivos legais relevantes passem a ter eficácia em nosso ordenamento, os quais contribuiriam de forma importante para a modernização de nossa economia.

Mais especificamente, trata-se de dispositivos que concedem incentivos fiscais à realização de investimentos de risco no Brasil em atividades produtivas que sejam intensivas em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

É importante ressaltar que, em decorrência da importância dos investimentos de risco para a economia, os países têm atuado fortemente para expandir essa modalidade de investimentos – também denominados *investimentos empreendedores*.

Os incentivos concedidos a esses investimentos em participações empresariais decorrem de sua característica de buscar a viabilização de empresas de alto potencial de crescimento mediante o efetivo envolvimento de um gestor profissional no negócio. Com efeito, esse gestor participa diretamente da gestão das empresas investidas, contribuindo de forma importante para o desenvolvimento de projetos, a disseminação de práticas modernas de gestão empresarial, a profissionalização das empresas investidas, a consecução de ganhos de produtividade e para a expansão da inovação.

É em decorrência dessas características que a concessão de incentivos para a realização dessa modalidade de investimentos é de grande relevância para as empresas inovadoras que, de outra forma, poderiam não ter acesso a financiamentos significativos oriundos do setor privado.

No caso do Brasil, um dos mais importantes mecanismos de estímulo a esses investimentos depende especificamente da regulamentação à qual ora nos referimos.

Por outro lado, uma expressiva dificuldade para a construção dessa norma reside não apenas na necessidade de estabelecer o conceito de atividades intensivas em pesquisa, desenvolvimento e inovação, mas na constatação de que o cumprimento dessa norma em relação a um caso concreto não será aferido por um especialista em inovação, mas por um agente fiscal da Receita Federal do Brasil.

Nesse contexto, consideramos oportuno apresentar a V. Ex^a. a abordagem a seguir indicada como contribuição ao MCTI nesse esforço.

Observamos que, em face da complexidade em estipular o conceito de inovação no âmbito de uma norma que apresenta disposições tributárias, poderia ser analisada, como alternativa, a utilização de conceitos precisos que, embora não definam uma empresa inovadora, poderiam apontar para as empresas que, com razoável probabilidade, efetuariam ações inovadoras relevantes.

Nesse sentido, consideramos que os conceitos de dispêndios associados a ações inovadoras discriminados nas diversas Pesquisas de Inovação – PINTECs, realizadas pelo IBGE com o apoio da Finep e do próprio MCTI, parecem ser suficientemente bem definidos de forma a poderem ser empregados em uma norma tributária.

Ademais, a referência conceitual e metodológica da PINTEC é baseada na terceira edição do Manual Oslo (Proposta de Diretrizes para Coleta e Interpretação de Dados sobre Inovação Tecnológica)⁸³ e no modelo da *Community Innovation Survey – CIS*⁸⁴ versão 2008, proposto pela *Eurostat – Statistical Office of the European Communities*, o que reforça a confiabilidade da pesquisa.

Enfim, as notas metodológicas da PINTEC apontam que as atividades empreendidas pelas empresas para inovar são de dois tipos: Pesquisa e Desenvolvimento (pesquisa básica, aplicada ou desenvolvimento experimental); e outras atividades não relacionadas com P&D, envolvendo a aquisição de bens, serviços e conhecimentos externos. Assim,

83 OECD; Eurostat. **Oslo Manual: Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data**, 3rd ed. The Measurement of Scientific and Technological Activities. [Paris]: Organisation for Economic Co-Operation and Development – OECD; Luxembourg: Statistical Office of the European Communities – Eurostat, 2005. Disponível em: <http://www.oecd-ilibrary.org/science-and-technology/oslo-manual_9789264013100-en>. Acesso em: set. 2014.

84 Disponível em: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/microdata/cis>>. Acesso em set. 2014.

a mensuração dos recursos alocados nestas atividades revelaria o esforço empreendido para a inovação de produto e processo.

Desta forma, a pesquisa apresenta as definições de oito categorias de dispêndios associados a atividades inovadoras (denominadas como *inovativas* na pesquisa), e procede ao levantamento desses dispêndios realizados pelas empresas. Adicionalmente, ao apresentar os resultados, relaciona a proporção desses dispêndios no que diz respeito ao faturamento da empresa, segregando inclusive os números por segmento de atividade econômica.

Na pesquisa realizada em 2011, reporta-se, em relação à amostra selecionada de empresas inovadoras, que, “*na indústria, o percentual do dispêndio no total das atividades inovativas em relação à receita líquida de vendas passou de 2,54% em 2008 para 2,37% em 2011, enquanto as empresas das atividades de Serviços despenderam em 2011 cerca de 5,0% do faturamento, e as de Eletricidade e gás, 1,28% do total de sua receita*”.⁸⁵ Ademais, consideramos que os microdados da pesquisa podem permitir, inclusive, a segregação dos resultados em segmentos mais específicos de atividade econômica.

Assim, a abordagem sugerida para a elaboração da norma à qual nos referimos é estabelecer, para diferentes tipos de atividades econômicas, níveis de dispêndios que, se praticados por uma pessoa jurídica, apontariam que se trata de uma empresa que empreende um esforço inovador, e é esse o objetivo da regulamentação a ser expedida pelo MCTI: identificar, com algum grau de segurança, essas empresas.

Mais especificamente, a partir dos números apresentados na última pesquisa e também a partir da evolução desses números ao longo do tempo – uma vez que a PINTEC já foi realizada nos anos de 2000, 2003, 2005, 2008 e 2011 –, poderiam ser estabelecidos os dispêndios mínimos, segregados por segmento econômico de atividade empresarial, que justificariam concessão do benefício tributário às empresas.

De toda forma, um aspecto relevante da norma – seja qual for a abordagem empregada em sua elaboração – é possibilitar que o interessado possa, após ter usufruído o benefício fiscal, comprovar à Receita Federal que a regulamentação foi cumprida. Para tanto, deve ter condições adequadas de comprovar que os dispêndios realizados pela empresa efetivamente se enquadram nas estabelecidas pela regulamentação.

No caso das definições de dispêndios apresentadas nas notas metodológicas da PINTEC, parece-nos que essa comprovação junto ao agente fiscal seria viável.

A propósito, as oito categorias de dispêndio utilizadas pela PINTEC são as seguintes⁸⁶:

85 Pesquisa de Inovação 2001, p. 45. Disponível em: <<http://www.pintec.ibge.gov.br/downloads/pintec2011%20publicacao%20completa.pdf>>. Acesso em set.2014.

86 Pesquisa de Inovação 2001, p. 21-22. Disponível em: <<http://www.pintec.ibge.gov.br/downloads/pintec2011%20publicacao%20completa.pdf>>. Acesso em set.2014.

1. **Atividades internas de P&D:** compreende o trabalho criativo, empreendido de forma sistemática, com o objetivo de aumentar o acervo de conhecimentos e o uso destes conhecimentos para desenvolver novas aplicações, tais como produtos ou processos novos ou substancialmente aprimorados. O desenho, a construção e o teste de protótipos e de instalações-piloto constituem, muitas vezes, a fase mais importante das atividades de P&D. Inclui também o desenvolvimento de software, desde que este envolva um avanço tecnológico ou científico;
2. **Aquisição externa de P&D:** compreende as atividades descritas acima, realizadas por outra organização (empresas ou instituições tecnológicas) e adquiridas pela empresa;
3. **Aquisição de outros conhecimentos externos:** compreende os acordos de transferência de tecnologia originados da compra de licença de direitos de exploração de patentes e uso de marcas, aquisição de *know-how* e outros tipos de conhecimentos técnico-científicos de terceiros, para que a empresa desenvolva ou implemente inovações;
4. **Aquisição de software:** compreende a aquisição de *software* (de desenho, engenharia, de processamento e transmissão de dados, voz, gráficos, vídeos, para automatização de processos, etc.), especificamente comprados para a implementação de produtos ou processos novos ou substancialmente aprimorados. Não inclui aqueles registrados em atividades internas de P&D;
5. **Aquisição de máquinas e equipamentos:** compreende a aquisição de máquinas, equipamentos e hardware, especificamente comprados para a implementação de produtos ou processos novos ou substancialmente aprimorados;
6. **Treinamento:** compreende o treinamento orientado ao desenvolvimento de produtos ou processos tecnologicamente novos ou significativamente aperfeiçoados e relacionados às atividades inovativas da empresa, podendo incluir aquisição de serviços técnicos especializados externos;
7. **Introdução das inovações tecnológicas no mercado:** compreende as atividades de comercialização, diretamente ligadas ao lançamento de produto novo ou aperfeiçoado, podendo incluir pesquisa de mercado, teste de mercado e publicidade para o lançamento. Exclui a construção de redes de distribuição de mercado para as inovações; e
8. **Projeto industrial e outras preparações técnicas para a produção e distribuição:** refere-se aos procedimentos e preparações técnicas para efetivar a implementação de inovações de produto ou processo. Inclui plantas e

desenhos orientados para definir procedimentos, especificações técnicas e características operacionais necessárias à implementação de inovações de processo ou de produto. Inclui mudanças nos procedimentos de produção e controle de qualidade, métodos e padrões de trabalho e *software* requeridos para a implementação de produtos ou processos tecnologicamente novos ou aperfeiçoados, assim como as atividades de tecnologia industrial básica (metrologia, normalização e avaliação de conformidade), os ensaios e testes (que não são incluídos em P&D) para registro final do produto e para o início efetivo da produção.

É importante ressaltar que as instruções⁸⁷ disponibilizadas para o preenchimento do questionário da pesquisa incluem informações mais detalhadas sobre cada um desses itens.

Em suma, parece-nos que poderia haver espaço para a elaboração de uma norma que, ao mesmo tempo em que torne possível a aferição, pela Receita Federal, dos critérios estabelecidos para a identificação da regularidade do benefício fiscal, propicie também que o incentivo favoreça empresas que, com razoável probabilidade, estariam empreendendo ações inovadoras relevantes para nossa economia.

Esses são, essencialmente, os motivos pelos quais tomamos a liberdade de encaminhar a presente sugestão à Pasta sob responsabilidade de V. Ex^a.

Ante os elementos expostos, temos a convicção de que a regulamentação da Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, será uma importante medida a contribuir para o desenvolvimento e modernização de nossa economia.

Sala das Sessões, em de de 2014.

José Humberto (PSD/MG)

Relator do Estudo

Inocência Oliveira (PR/PE)

Presidente do Centro de Estudos e Debates Estratégicos

87 Disponível em <<http://www.pintec.ibge.gov.br/downloads/InstrucoesPINTEC2011.pdf>>. Acesso em set.2014.

REQUERIMENTO

(Dos Srs. membros do Centro de Estudos e Debates Estratégicos)

Requer o envio de Indicação ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Fazenda, sugerindo a elaboração de regulamentações, pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Seguros Privados, que objetivem a expansão dos investimentos de sociedade seguradoras e de resseguradores em fundos de investimento em participações.

Senhor Presidente:

Nos termos do art. 113, inciso I e § 1º, do Regimento Interno da Câmara dos Deputados, requero a V. Ex^a. que seja encaminhada ao Poder Executivo, por meio do Ministério da Fazenda, a Indicação anexa sugerindo a elaboração de regulamentações, pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Seguros Privados, que objetivem a expansão dos investimentos das seguradoras e resseguradores em fundos de investimento em participações.

Sala das Sessões, em de de 2014.

José Humberto (PSD/MG)

Relator do Estudo

Inocência Oliveira (PR/PE)

Presidente do Centro de Estudos e Debates Estratégicos

INDICAÇÃO Nº _____, DE 2014

(Dos Srs. membros do Centro de Estudos e Debates Estratégicos)

Sugere a elaboração de regulamentações, pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Seguros Privados, que objetivem a expansão dos investimentos de sociedade seguradoras e de resseguradores em fundos de investimento em participações.

Excelentíssimo Senhor Ministro da Fazenda:

A presente proposta tem por objetivo sugerir a elaboração de regulamentações que objetivem a expansão dos investimentos de resseguradores e de sociedades seguradoras em fundos de investimento em participações, os quais compreendem as seguintes modalidades de fundos de investimento:

- Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) de que trata a Instrução CVM nº 209, de 1994;
- Fundo de Investimento em Participações (FIP) de que trata a Instrução CVM nº 391, de 2003;
- Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações (FICFIP) de que trata a Instrução CVM nº 391, de 2003;
- Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) de que tratam a Lei nº 11.478, de 2007, e a Instrução CVM nº 460, de 2007; e
- Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) de que tratam a Lei nº 11.478, de 2007, e a Instrução CVM nº 460, de 2007.

Destacamos que o envio da presente sugestão à Pasta sob responsabilidade de V. Ex^a., que acumula as presidências do Conselho Monetário Nacional – CMN e do Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP, decorre do disposto nos seguintes dispositivos:

- art. 17 da Lei Complementar nº 126, de 2007, que estabelece que a aplicação dos recursos das provisões técnicas e dos fundos dos resseguradores locais e dos recursos exigidos no País para garantia das obrigações dos resseguradores admitidos será efetuada de acordo com as diretrizes do CMN;

- art. 28 do Decreto-Lei nº 73, de 1966, que dispõe que a aplicação das reservas técnicas das sociedades seguradoras será feita conforme as diretrizes do CMN;
- art. 32 do Decreto-Lei nº 73, de 1966, que confere ao CNSP, privativamente, as seguintes atribuições, dentre outras:
 - » fixar as diretrizes e normas da política de seguros privados;
 - » regular o funcionamento dos resseguradores e sociedades seguradoras;
 - » estipular índices e demais condições técnicas sobre investimentos a serem observadas pelas sociedades seguradoras;
 - » fixar normas gerais de contabilidade e estatística a serem observadas pelas sociedades seguradoras.

Ressaltamos ainda que a presente proposta tem a sua origem em estudo realizado pelo Centro de Estudos e Debates Estratégicos – CEDES desta Câmara dos Deputados sobre o tema “Capital Empreendedor”, o qual está disponível na página deste Centro na rede mundial de computadores⁸⁸.

A propósito, a designação “capital empreendedor” se refere aos capitais que também são conhecidos como “capital de risco”, “capital de desenvolvimento”, *venture capital* ou *private equity*. Enfim, a opção por elaborar o estudo sobre o tema, desenvolvido durante os anos 2013 e 2014, decorre da importância dessa modalidade de investimentos para a economia. Nos países nos quais a atividade de *private equity* e *venture capital* existe há mais tempo, seu impacto é notável sob diversos aspectos.

A literatura aponta que essas operações, em regra, expandem a *performance* das empresas investidas, ajustando o foco das atividades que executam, proporcionam melhoras significativas no desenvolvimento de novos produtos e incentivam o empreendedorismo, viabilizando a realização de novas iniciativas empresariais, a construção de alianças tecnológicas ou a capacitação e expansão do setor de pesquisas e desenvolvimento (WRIGHT; GILLIGAN; AMESS, 2009, p. 9-10)⁸⁹.

Ademais, nos Estados Unidos da América, as empresas investidas por meio de *capital empreendedor*, quando comparadas às demais, apresentavam o dobro da receita, pagavam três vezes mais impostos, exportavam o dobro e investiam o triplo em pesquisa e desenvolvimento (P&D) em relação ao ativo total (TAYLOR *et al*, 2002, *apud* RIBEIRO, 2005)⁹⁰. Adicionalmente, o gasto em P&D se revertia em inovação, como

88 Os estudos do Cedes encontram-se disponíveis em: <<http://www.camara.leg.br/cedes>>, na seção “Publicações”. Acesso em: out.2014.

89 WRIGHT, Mike; GILLIGAN, John; AMESS, Kevin. The economic impact of private equity: what we know and what we would like to know. *Venture Capital*, [S.l.], v. 11, n. 1, p. 1-21, January, 2009.

90 RIBEIRO, Leonardo de Lima. *O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital*. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/pt-br.php>>. Acesso em: dez. 2012.

revelam Kortum; Lerner (2000)⁹¹ acerca do impacto do investimento de *private equity* e *venture capital* na gestão de patentes.

Acerca dessa questão, pode-se mencionar, ainda, as constatações de Samila; Sorenson (2011, p. 338)⁹² que, ao analisarem dados de áreas metropolitanas dos Estados Unidos, observaram que expansões na oferta de *venture capital* afetam positivamente a abertura de novas firmas, o nível de emprego e a renda agregada em uma região.

Por sua vez, na Europa pesquisas apontam para conclusões semelhantes, com um diferencial: cerca de 95% das empresas europeias financiadas por capital empreendedor afirmaram que não existiriam ou não teriam se desenvolvido tão rapidamente sem o aporte desse tipo de capital (EVCA, 2002)⁹³. Adicionalmente, em certos países europeus a oferta de crédito é bastante limitada para empresas de menor porte, contexto no qual a indústria de *private equity* e *venture capital* oferece uma alternativa viável ao financiamento empresarial (BOTAZZI; DA RIN, 2002)⁹⁴. Ainda de acordo com EVCA (2002, p. 5), que conduziu uma pesquisa para uma amostra de empresas europeias que, entre 1995 e 2001, receberam recursos na modalidade *venture capital*, foi observado que 60% das empresas pesquisadas afirmaram que simplesmente não existiriam caso não tivessem recebido esses recursos.

Enfim, há diversos estudos que abordam a importância da indústria de capital empreendedor sobre a economia. Entretanto, o aspecto que motiva a presente solicitação é a constatação de que, no Brasil – ao contrário das economias desenvolvidas – os resseguradores e as sociedades seguradoras, as quais pertencem a um segmento da economia que detém as condições de reter parcela relevante da poupança nacional, praticamente não têm efetuado investimentos na modalidade “capital empreendedor” – os quais, no País, são usualmente realizados por meio de fundos de investimento em participações (FIP, FMIEE, FICFIP, FIP-IE e FIP-PD&I).

Com efeito, o relatório da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (2011, p. 12)⁹⁵ apresenta números da participação de investidores institucionais como fundos de pensão, bancos e companhias seguradoras nos investimentos de *venture capital*. Destaca o relatório que, nos EUA, Reino Unido e Suécia, a participação de fundos de pensão

91 KORTUM, S.; LERNER, J. Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. **RAND Journal of Economics**, v. 31, n. 4, p. 674-692, 2000.

92 SAMILA, Sampa; SORENSON, Olav. Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth. **The Review of Economics and Statistics**, [S.l.], n. 93 (1), p. 338-349, Feb, 2011.

93 EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – EVCA. **Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe. Research Paper**. [S.l.], 2002. Disponível em: <http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf>. Acesso em: set. 2014.

94 BOTAZZI, L.; DA RIN, M. Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. **Economic Policy**, v. 17, n. 34, p. 229-270, Apr. 2002.

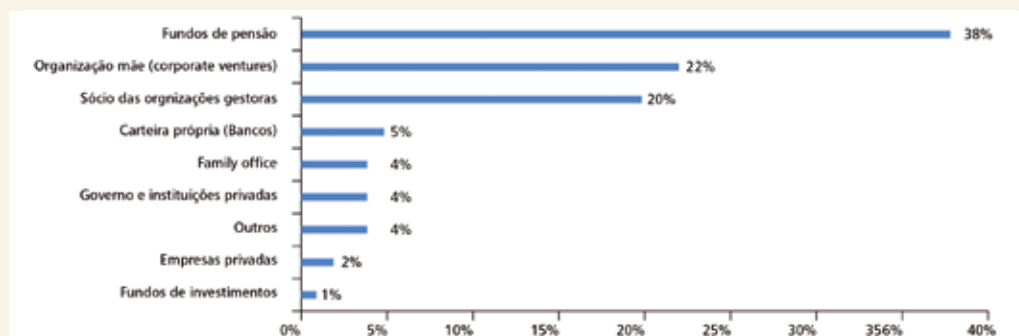
95 ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. **Venture Capital: Trends and Policy Recommendations**. [Paris]: 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/4/11/28881195.pdf>>. Acesso em: set. 2014.

é de cerca de 42%, 35% e 30%, respectivamente, ao passo que as companhias seguradoras e os bancos respondem por cerca de 20%, em cada um dos casos. É apontado ainda que os fundos de pensão e as seguradoras detêm uma larga parcela da poupança nacional e podem trabalhar com horizontes de investimento mais longos em relação ao empregado por outros grupos de investidores. Não obstante, as restrições regulatórias e uma atitude conservadora em relação ao risco fazem com que os fundos de pensão e as seguradoras desempenhem um papel menor nos investimentos em *venture capital* em muitos países da OCDE.

No Brasil, observa-se que os fundos de pensão já investem em fundos de investimento em participações, mas as sociedades seguradoras ou os resseguradores ainda não seguem essa tendência.

Essa constatação decorre de informações divulgadas no relatório denominado “A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro”⁹⁶, publicado em 2011 pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – ABDI, o qual apresenta, de forma pormenorizada, características da indústria de capital de risco no País. De acordo com o relatório, a origem do capital comprometido dentre os investidores locais em *private equity* e *venture capital* é a seguinte:

Gráfico 1 Representatividade dos investidores locais em *private equity* e *venture capital*.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas, *apud* ABDI (2011, p. 151).

Enfim, dentre as fontes de recursos apresentados no gráfico para investimentos via capital empreendedor no Brasil, destaca-se a inesperada ausência de atuação por parte das seguradoras e resseguradores que, pelas suas próprias características de atuação, são grandes formadores de poupança de longo prazo.

É por esse motivo que tomamos a liberdade de apresentar a presente sugestão, que propõe que, em virtude da relevância do capital empreendedor para a economia, seja

⁹⁶ AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – ABDI. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro**. Brasília, 2011. Disponível em: <http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf>. Acesso em: set. 2014.

analisada, pelo Ministério da Fazenda e, especificamente, pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Conselho Nacional de Seguros Privados, a questão do inexpressivo volume de investimentos nas modalidades *private equity* e *venture capital* realizados pelas sociedades seguradoras e resseguradores em operação no País.

Dentre outros aspectos, a Resolução do CMN nº 3.308, de 2005, que altera as normas que disciplinam a aplicação dos recursos das reservas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras e de outras entidades, poderia estabelecer um segmento de investimentos com as características do segmento “investimentos estruturados” de que trata, por exemplo, a Resolução CMN nº 3.792, de 2009. Muito embora, na Resolução CMN nº 3.308, de 2005, os investimentos em participações já estejam considerados como “renda variável”, entendemos que as características essenciais das aplicações em fundos de investimento em participações sejam muito diversas daquelas observadas em fundos de ações ou mesmo em investimentos em carteiras de ações negociadas em bolsa. Enfim, criar uma segmentação mais específica das diferentes alternativas de investimento poderia, eventualmente, propiciar uma regulação melhor adaptada a cada uma dessas modalidades de alocação de recursos das sociedades seguradoras e de resseguradores.

Além desse aspecto, há também que se observar que o regulamento anexo à Resolução nº 3.308, de 2005, do CMN estabelece, por meio do art. 10, VII, alíneas “b” e “c”, que até 3% dos recursos das reservas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras podem ser aplicados em cotas de fundos de investimento em empresas emergentes ou em cotas de fundos de investimento em participações.

A título de comparação, podemos mencionar que recentemente a China expandiu o limite de investimentos de sociedades seguradoras em fundos de investimento em participações. De acordo com medida divulgada em 2011 pela agência Reuters⁹⁷, a China estaria permitindo que as seguradoras ampliassem seus canais de investimentos em grupos de *private equity*, o que poderia elevar os retornos no longo prazo para seguradoras e beneficiar empresas de capital fechado com poucos recursos, permitindo que grupos de *private equity* levantassem fundos com mais facilidade no país. As seguradoras daquele país teriam permissão para investir até 5% de seus ativos totais em *private equity* e produtos financeiros relacionados.

Entretanto, entidades representativas do setor apontam que, nos demais países, o limite regulatório para investimentos em capital empreendedor pode variar entre 5% a 15% dos ativos das seguradoras e resseguradores, o que pode indicar que haveria espaço para uma atuação maior dessas entidades em investimentos de *private equity* e *venture capital*.

97 Notícia disponível em: <<http://br.reuters.com/article/businessNews/idBRSPE6850HD20100906>>. Acesso em: set.2014.

Ademais, é importante observar que alguns dispositivos das regulamentações a serem observadas pelas seguradoras e resseguradores podem acarretar insegurança jurídica em relação às aplicações em fundos de investimento em participações.

Como exemplo, pode-se mencionar o texto da Resolução CNSP nº 226, de 2010, que dispõe sobre os critérios para a realização de investimentos pelas sociedades seguradoras e resseguradores locais, dentre outras entidades. Essa resolução estabelece, por exemplo, que os investimentos dessas entidades devem ser geridos de modo que lhes sejam “*garantidas segurança, rentabilidade, solvência e liquidez*”.

Entretanto, consideramos que poderia haver espaço para que, atendidas condições adequadas de diversificação da carteira de investimentos e de liquidez nas demais modalidades de ativos investidos pela sociedade seguradora ou pelo ressegurador, poderiam ser efetuados investimentos em *private equity* e *venture capital*, ainda que apresentem risco e que sejam eminentemente *ilíquidos*. Assim, seria oportuno que a regulamentação estabelecesse de forma mais transparente que a segurança e a liquidez serão apuradas de forma consolidada a fim de que sejam atendidas as condições de operação das sociedades seguradoras e resseguradores.

Esse aspecto poderia ser considerado de menor importância em face à regulamentação existente, que já possibilita investimentos reduzidos em *private equity* e *venture capital*. Entretanto, diante do cenário de subinvestimento dessas entidades em capital empreendedor, poderiam ser analisadas formas de aprimoramento da redação de dispositivos normativos que conferissem segurança jurídica às seguradoras e aos resseguradores para a realização dessa modalidade de investimentos.

Adicionalmente, consideramos que outras medidas poderiam ser avaliadas pelo CMN ou CNSP de forma a incentivar a expansão dos investimentos em *private equity* e *venture capital* por essas entidades.

Trata-se de avaliar a possibilidade de elaboração de regulamentações que, ao tratar do funcionamento das seguradoras e resseguradores, bem como de índices e demais condições técnicas para a realização de investimentos por essas sociedades e da adequada contabilização desses investimentos, possa contribuir para reverter o quadro que ora se apresenta, no qual há insuficiente aplicação de recursos dessas empresas na modalidade capital empreendedor, ao contrário do que se observa nas economias desenvolvidas.

Por fim, consideramos que é oportuno apresentar a seguinte recomendação da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (2004, p.18-19)⁹⁸ a seus países-membros⁹⁹:

98 ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE. *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*. [Paris]: 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/dataoecd/4/11/28881195.pdf>>. Acesso em: set. 2014.

99 Trata-se de tradução livre e aproximada, de maneira que recomendamos o acesso ao texto original.

Restrições quantitativas incidentes sobre investidores institucionais devem ser flexibilizadas de forma a serem expandidas as fontes de venture capital em muitos países da OCDE. Investidores institucionais, como fundos de pensão e companhias reguladoras, são impossibilitados ou desencorajados a investir em private equity uma vez que os reguladores consideram esses investimentos como sendo de elevado risco. Entretanto, a tendência ao longo da OCDE é no sentido de afrouxar essas restrições. Muitos países são inspirados pela experiência dos EUA do final dos anos 1970 e início dos anos 1980, quando alterações legislativas ao Employee Retirement Income Security Act's (ERISA) permitiram aos fundos de pensão efetuar investimentos de risco mais elevado, acarretando a liberação expressiva de recursos que revigorou o mercado de venture capital naquele país. As novas regras estabeleceram que os investimentos deveriam ser efetuados com o cuidado, habilidade e diligência de um "homem prudente", e sugeriram que um investimento que pudesse, de forma isolada, ser considerado imprudente poderia, no contexto de um portfólio, ser considerado aceitável.

No Reino Unido, as restrições a investimentos efetuados por companhias seguradoras foram amenizadas em 1994 pelo Amendment to the Insurance Companies Regulation Act, e novas revisões, à época do relatório, estavam em curso de forma a estabelecer padrões para financiamentos de longo prazo com ativos de fundos de pensão, ao invés de utilizar benchmarks externos, como os requisitos mínimos de financiamento – minimum funding requirement (MFR) – introduzidos em 1995 pelo UK Pensions Act. Limites superiores aplicados a investimentos de investidores institucionais têm sido progressivamente flexibilizados em países como Dinamarca e Suécia e, em muitos casos, a captação de fundos pode ser expandida pela substituição de restrições quantitativas incidentes sobre investidores institucionais por políticas regulatórias mais flexíveis. Essas alterações regulatórias poderiam ser combinadas com uma revisão dos padrões de prestações de informações financeiras pelos supervisionados. Regras contábeis, em particular as relativas a avaliação dos passivos dos fundos de pensão e das margens de solvência de companhias seguradoras, podem ter efeitos indiretos sobre a composição dos portfólios, desencorajando investimentos em ativos de risco.

Tetos para investimentos e regras de contabilidade não são os únicos fatores que limitam a indústria de capitais de risco. Desequilíbrios estruturais e ausência de fundos de pensão são desafios em alguns dos países da OCDE, como nos casos da Coreia do Sul, Noruega e Espanha. Mesmo quando

permitted to invest through venture capital, many institutional investors are excessively averse to risk or are not familiar with these markets (venture markets). These investors frequently do not have expertise and culture for the realization of investments in this modality. Many countries are adopting mechanisms – or promoting co-investments with foreign funds more experienced – to bring experience in venture investments in the management of institutional investors. The elaboration of specific legislation that permits the creation of investment vehicles in pool, like the mentioned “funds of funds” (funds of funds) in Canada, Denmark and Israel, is another way to allow institutional investors to combine resources and knowledge for the realization of investments of higher risk.

More liberal policies for institutional investors should be combined with higher standards of transparency and disclosure in order to minimize potential abuses. Currently, there are no guidelines in the OECD for measurement and evaluation of the performance of venture capital funds. Reliable measures of performance and sound accounting standards can improve the transparency of investments in venture capital and allow for a better understanding of this market. The establishment of benchmarks can also contribute to confidence in this segment and make private equity a viable alternative for investments, assisting even institutional investors in the process of allocation of funds for investments of higher risk.

Enfim, entendemos ser este um tema de expressiva relevância para nosso País. Nesse sentido, consideramos que os elementos expostos nessa Indicação representam, essencialmente, os motivos pelos quais tomamos a liberdade de encaminhar a presente sugestão à Pasta sob responsabilidade de V. Ex^a.

Temos, ainda, a convicção de que a elaboração das regulamentações sugeridas será uma importante medida a contribuir para o desenvolvimento e a modernização de nossa economia.

Sala das Sessões, em de de 2014.

José Humberto (PSD/MG)

Relator do Estudo

Inocência Oliveira (PR/PE)

Presidente do Centro de Estudos e Debates Estratégicos

REQUERIMENTO

(Dos Srs. membros do Centro de Estudos e Debates Estratégicos)

Requer o envio de Indicação ao Poder Judiciário, por meio do Conselho Nacional de Justiça, sugerindo a adoção de medidas que permitam ao exequente o acesso, de forma centralizada, à informação dispersa nos diversos serviços notariais ou de registro quanto à existência ou inexistência de bens passíveis de serem indicados à penhora ou arresto, de maneira a possibilitar a averbação do direito de preferência do credor no referido registro ou serviço notarial.

Senhor Presidente:

Nos termos do art. 113, inciso I e § 1º, do Regimento Interno da Câmara dos Deputados, requeiro a V. Ex.^a. que seja encaminhada ao Poder Judiciário, por meio do Conselho Nacional de Justiça, a Indicação anexa sugerindo a adoção de medidas que permitam ao exequente, mediante apresentação de certidão comprobatória do ajuizamento de execução, o acesso, de forma centralizada, à informação dispersa nos diversos serviços notariais ou de registro quanto à existência ou inexistência, no território nacional, de bens passíveis de serem indicados à penhora ou arresto, de maneira a possibilitar a averbação do direito de preferência do credor no referido registro ou serviço notarial.

Sala das Sessões, em de de 2014.

José Humberto (PSD/MG)
Relator do Estudo

Inocência Oliveira (PR/PE)
Presidente do Centro de Estudos e Debates Estratégicos

INDICAÇÃO Nº , DE 2014

(Dos Srs. membros do Centro de Estudos e Debates Estratégicos)

Sugere a adoção de medidas que permitam ao exequente o acesso, de forma centralizada, à informação dispersa nos diversos serviços notariais ou de registro quanto à existência ou inexistência de bens passíveis de serem indicados à penhora ou arresto, de maneira a possibilitar a averbação do direito de preferência do credor no referido registro ou serviço notarial.

Excelentíssimo Senhor Ministro Presidente do Conselho Nacional de Justiça:

A presente proposta tem por objetivo sugerir a adoção de medidas que permitam ao exequente, mediante apresentação de certidão comprobatória do ajuizamento de execução, o acesso – ainda que oneroso, mas de forma centralizada – à informação dispersa nos diversos serviços notariais ou de registro quanto à existência ou inexistência, no território nacional, de bens passíveis de serem indicados à penhora ou arresto, de maneira a possibilitar a averbação do direito de preferência do credor no referido registro ou serviço notarial.

Mais especificamente, a sugestão é no sentido de o Conselho Nacional de Justiça – CNJ coordenar as ações, inclusive junto a outras esferas de Poder, que tenham o objetivo de possibilitar que o exequente, de fato, tenha condições de saber se existem ou inexistem bens do executado passíveis de serem indicados à penhora ou arresto.

Apesar das severas restrições operacionais que possam existir para atingir essa meta, seria muito importante que o CNJ iniciasse gestões nesse sentido, indicando parâmetros, prazos e agentes para a realização das ações necessárias a essa finalidade.

O motivo para esse esforço está relacionado à expressiva dificuldade enfrentada pelo exequente para saber se o executado possui bens em uma localidade qualquer do território nacional diversa daquela onde tramita a ação ou onde está localizado seu domicílio ou sua atividade econômica. Ademais, sequer a quebra do sigilo fiscal do executado poderá suprir essa necessidade, caso os referidos bens não tenham sido adequadamente relacionados na seção de bens e direitos de sua declaração do imposto de renda.

Adicionalmente, seria igualmente necessário conhecer os bens que, tendo sido de titularidade do executado, possam ter sido transacionados no contexto de fraude à execução ou de fraude contra credores.

Muito embora essas dificuldades possam não ser superadas no curto ou médio prazo, uma vez que dependem da interligação de dados dos diversos registros ou serviços notariais em operação no País, é crucial que, o quanto antes, esforços coordenados nesse sentido sejam efetuados.

É importante destacar que, não apenas para as relações econômicas, mas sobretudo para a efetivação de direitos da pessoa humana, existam mecanismos eficientes que propiciem que as decisões judiciais sejam adequada e tempestivamente cumpridas no País.

Nesse sentido, não pode ser subestimada a vital importância da interligação eletrônica de dados à qual nos referimos, de forma a viabilizar averbações do direito de preferência do credor no referido registro ou serviço notarial.

Esses são, essencialmente, os motivos pelos quais tomamos a liberdade de encaminhar a presente sugestão à V. Ex.^a.

Temos a convicção de que a realização de esforços, inclusive junto a outras esferas de Poder, no sentido ao qual nos referimos, será uma crucial medida a contribuir para a construção de uma sociedade mais justa.

Sala das Sessões, em de de 2014.

José Humberto (PSD/MG)

Relator do Estudo

Inocência Oliveira (PR/PE)

Presidente do Centro de Estudos e Debates Estratégicos

CONTRIBUIÇÕES ESPECIAIS

UMA REFLEXÃO SOBRE O ECOSSISTEMA DE CAPITAL EMPREENDEDOR NO BRASIL

Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

*Doutora em Administração pela EAESP – FGV, Professora
Associada do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa*

Felipe Cresciulo

*Bacharel em Economia pelo Insper Instituto de Ensino e
Pesquisa, criador e desenvolvedor de start-ups*

RESUMO

A partir de uma revisão da literatura acadêmica e pesquisa em sites dos participantes da indústria e imprensa, é descrito o desenvolvimento do ecossistema de capital empreendedor no Brasil, e feita uma reflexão sobre os sucessos e desafios para que se estabeleça um ciclo virtuoso. Conclui-se que houve um amadurecimento da indústria em estágios mais avançados (*private equity*). Porém, embora tenha ocorrido um grande desenvolvimento em estágios mais iniciais, a indústria de *venture capital* ainda não está madura. Existem obstáculos na legislação tributária, trabalhista e na burocracia para se abrir e fechar empresas que precisam ser abordados, e gaps e desbalanceamento na cadeia de capital empreendedor que prejudicam saída e retorno. Mesmo assim, algumas histórias de sucesso devem surgir, e o recente ciclo de investimento privado estrangeiro tem sido importante para aprimorar o capital humano na etapa de empreendedorismo.

1. INTRODUÇÃO

O desenvolvimento da indústria de capital de risco tem sido objeto de interesse de políticas públicas, devido à sua importância para o crescimento do Brasil. O financiamento a novos empreendedores proporciona a criação de novas empresas e novos empregos, além de aumentar o grau de inovação do país. Inovação permite ao país aumentar a produtividade, e conseqüentemente, a competitividade de sua indústria.

Samila e Sorenson (2009) analisam um painel de áreas metropolitanas nos Estados Unidos, e concluem que a magnitude do efeito de um fundo de *venture capital* (VC)

é maior do que o número de empresas financiadas diretamente por ele. A cada nova empresa financiada por fundo de VC, são gerados de 2 a 12 novos estabelecimentos. Se o número de empresas financiadas por fundos dobrar, o número de empregos aumenta de 0,22% a 1,24%, e a receita agregada da região aumenta de 0,48% a 3,78%.

Hellman e Puri (2000) analisam dados coletados entre 1994 e 1997 de uma amostra de *start-ups* do Vale do Silício na Califórnia. Dividem a amostra entre firmas inovadoras (primeiras a introduzir um novo produto no mercado) e seguidoras (que não são as primeiras a se mover). Mostram que as firmas inovadoras são mais propensas a obter financiamento de VC quando comparadas com as seguidoras.

Como o risco é muito grande em etapas iniciais do ciclo de vida das empresas, o acesso ao capital é difícil. Os ativos são intangíveis, há muita assimetria de informação entre os empreendedores e os investidores criando risco de *moral hazard*, e a probabilidade de que uma ideia, mesmo boa, não se transforme num produto comercializável e rentável é alta.

Os fundos de *venture capital* (VC) são investidores ativos, especializados em lidar com a assimetria de informação e o risco do negócio inerente a estágios iniciais. Os fundos examinam exaustivamente diversos empreendimentos antes de selecionar os que irão investir; formalizam contratos com várias cláusulas de proteção e monitoram as empresas após a realização do investimento, mantendo assentos no conselho de administração; é comum nomearem executivos para posições-chave, como por exemplo os diretores financeiro e de marketing; através de conselheiros e networking, os fundos proporcionam acesso a mentores, parcerias e oportunidades potencialmente importantes para os empreendedores; os fundos de VC aumentam a possibilidade de conseguir mais capital para novas rodadas de investimento, necessárias para financiar o crescimento da empresa; negociam a venda e saída do investimento após alguns anos, o que possibilita ao investidor receber o capital investido de volta com o lucro gerado.

A gestão ativa dos fundos de VC aumenta a possibilidade de sucesso dos empreendimentos. Como os fundos investem numa carteira de empresas, têm uma maior probabilidade de gerar retornos positivos e que compensem o risco. Os ganhos altos de alguns investimentos compensam as perdas nas falências que possivelmente ocorrerão. Histórias de fundos bem-sucedidos motivam investidores a aplicarem em fundos de *venture capital*. Portanto, fundos desse tipo funcionam como ponte entre investidores e empreendedores.

O governo brasileiro e a iniciativa privada têm feito diversas ações direcionadas ao desenvolvimento do capital empreendedor no Brasil, e investidores públicos, privados nacionais e estrangeiros vêm aumentando os recursos investidos no setor. O objetivo deste trabalho é analisar o desenvolvimento do ecossistema de capital empreendedor do Brasil: os sucessos obtidos, desafios e riscos atuais para a geração do ciclo virtuoso. A sessão II explica como os diferentes tipos de fundos são especializados ao longo do ciclo

de vida das empresas; a sessão III descreve o desenvolvimento do ecossistema brasileiro de capital empreendedor; a sessão 4 mostra o desempenho de retorno da indústria de 1990 até 2013; por último a sessão V conclui o trabalho.

2. TIPOS DE FUNDOS E ESTÁGIOS NO CICLO DE VIDA DE EMPRESAS

As empresas encontram-se em diferentes estágios de maturidade, comumente denominados na indústria pelo conjunto de termos a seguir.

- **Ideia ou pesquisa e desenvolvimento (P&D):** fase pré-operacional, em que não há ainda um produto desenvolvido. A ideia ou projeto ainda está em desenvolvimento, ou o produto ainda está em fase de pesquisa, podendo ou não já estar ocorrendo testes de mercado ou registro de patentes.
- **Estruturação inicial (*seed capital*):** a empresa está em fase de estruturação, no primeiro ano de seu funcionamento, e muitas vezes ainda não tem faturamento. Já efetuou todos os estudos necessários para operacionalizar seu plano de negócios e já iniciou a contratação de profissionais.
- **Expansão (*early stage e growth*):** a empresa já vende seus produtos ou serviços, e está em fase de crescimento, necessitando de recursos para capital de giro, para expansão das instalações, da rede de distribuição e para marketing. O fluxo de caixa muitas vezes é negativo.
- **Madura (*late stage*):** a empresa já alcançou uma taxa de crescimento relativamente estável e tem fluxo de caixa positivo. Podem aparecer oportunidades de consolidação de mercado e fusão e aquisição, oportunidade de troca de controle e mudança de sócios vislumbrando melhorias operacionais, de governança corporativa e de gestão, e *turnaround* para empresas em dificuldade financeira.

A indústria de capital empreendedor está especializada ao longo dos diferentes estágios do ciclo de vida. Empresas no estágio de ideia ou P&D necessitam de aporte de capital menor, mas contêm muito risco, e a mortalidade de empreendimento nessa fase é muito grande. Geralmente os empreendedores nesse estágio se financiam ou com recursos próprios, de família e amigos, ou se tiverem caráter de inovação em tecnologia – intensa em propriedade intelectual – obtêm recursos governamentais que não precisam ser reembolsados, como por exemplo FINEP, Fundos de apoio a pesquisa estaduais, CNPq e BNDES. Também é comum terem suporte de incubadoras e aceleradoras e anjos.

Fundos de VC têm como alvo empresas que estão no estágio de estruturação (já possuem pelo menos um produto testado), mas com vendas, e empresas no estágio de expansão.

A necessidade de recursos das empresas cresce à medida que avançam em seu ciclo de vida. Os fundos evitam investir em empresas que não tenham faturamento ainda, pois o risco nessa etapa ainda é muito grande, sendo chamado na indústria de “vale da morte”. Geralmente os fundos de VC estão especializados em *seed*, *early stage*, *growth* e *late stage*.

Fundos de *private equity* (PE) investem tradicionalmente em empresas que estão no estágio maduro. Os problemas que enfrentam são muito diferentes daqueles dos fundos de *venture capital*. Ao invés de montar a estrutura da empresa, lidam com estrutura já existente, tendo que demitir muitas vezes diretores e contratar novos e melhorar a governança corporativa, principalmente através de um conselho mais ativo. Nesta fase, encontrar a estrutura de capital mais eficiente se torna mais relevante.

Existe interseção nas áreas de atuação. Muitas vezes fundos de PE financiam empresas no estágio de expansão, assim como investidores-anjo financiam empresas em estruturação e expansão. Para que essa indústria se desenvolva, é necessário que exista a possibilidade de retornos esperados altos. Por isso, os investidores que colocaram dinheiro em estágios iniciais precisam ter a oportunidade de manter seu investimento por mais tempo, quando a empresa recebe novas rodadas de investimento, até atingir a etapa madura. Para que isso ocorra, a cadeia de investidores precisa estar completa e balanceada, existindo vários financiadores nas etapas iniciais, intermediárias e finais. Por sua vez, fundos de *private equity* necessitam de um mercado de capital ativo para que tenham boas saídas.

Quanto mais completa estiver a cadeia de investidores ao longo do ciclo de vida das empresas, mais alto é o retorno dos investidores, e maior é o interesse por investir nesse tipo de capital. Um maior fluxo de capital em capital empreendedor atrai novos empreendedores, criando um ciclo virtuoso de inovação.

3. ECOSSISTEMA DO CAPITAL EMPREENDEDOR NO BRASIL

Conforme descrito por Minardi (2008), embora existissem alguns fundos pioneiros (ex. Brasilpar, CRP – Cia. Rio-Grandense de Participações, aquisições dos sócios do Banco Garantia precursora da GP Investimentos), a indústria de PE começou a se desenvolver de maneira mais consistente no Brasil a partir de 1994, com a estabilidade introduzida com o Plano Real. Nessa época, a CVM criou a Instrução nº 209, regulamentando os fundos mútuos de investimento emergentes (FIEE), que puderam receber recursos de investidores institucionais. As privatizações e a bolha da internet geraram interesse internacional pelo Brasil. Vários fundos internacionais (ex. Advent, Darby Overseas e TPG) abriram escritório e/ou fizeram investimentos no Brasil e alguns fundos nacio-

nais levantaram capital (ex. Pátria, GP, Pactual Electra e Opportunity). O número de fundos aumentou de 8, em 1994, para 45, em 2000.

O capital levantado, entretanto, concentrava-se em PE e era investido em sua grande parte em empresas maduras. A FINEP, preocupada com a falta de recurso para empresas inovadoras associou-se ao FUMIN (Fundo Multilateral de Investimento do BID) e, de acordo com Leamon e Lerner (2012), lançou em 2001 o programa INOVAR. É criada a ABVCAP (Associação Brasileira de Venture Capital) e são lançados os programas de Painéis de Fundos e *Venture Forum*. O programa de Painéis de Fundo INOVAR auxiliou na construção de ponte entre investidores e gestores de fundo, treinando tanto os investidores quanto os gestores sobre as melhores práticas em administração de fundos, projeto e avaliação do desempenho. Stratus, Fir Capital e DGF são exemplos de organizações bem sucedidas que levantaram fundos nesse programa. O programa atraiu a atenção, além dos participantes iniciais (BNDES, Petros e Sebrae), de outros investidores institucionais brasileiros (metade dos recursos comprometidos nos fundos vieram de 13 fundos de pensão local). O programa *Venture Forum* treinou empreendedores e proporcionou uma plataforma para servir de ponte entre empreendedores e gestores de fundos. Casos de sucesso do *Venture Forum* incluem, entre outros, Lupatech e Microsiga (agora TOTVS), que passaram por diversas rodadas de investimento até abrir o capital em bolsa e Alog Data Centers do Brasil, que retornou cerca de 10 vezes o capital investido para a Stratus.

O programa *Venture Forum* foi a base para o *Seed Forum* (INOVAR 2), focado em estágios mais iniciais, e serviu como modelo dos Fóruns de Anjos, organizados pela Anjos do Brasil. A Anjos do Brasil é uma organização sem fins lucrativos¹ criada por Cassio Spina. Tem o objetivo de fomentar o investimento-anjo no Brasil, compartilhando conhecimento e oportunidades de negócios, apoiando a formação de networking e servindo de ponte entre potenciais investidores anjos e empreendedores. Anjos são investidores pessoa física que investem capital próprio em empresas nascentes, geralmente em estágios bem iniciais, e têm um papel importante em ser mentor, fornecer consultoria e rede de contato. O GVcepe (2011) cita 4 organizações de anjos (Bahia Anjos, Floripa Anjos, Gávea Anjos e São Paulo Anjos), investindo entre R\$ 50 mil a R\$ 500 mil por *start-up*. Também existem diversos encontros informais entre empreendedores e investidores anjos. Buscapé e Bematech são exemplos de sucesso que tiveram investimento de anjos brasileiros.

Embora não financiem empreendimentos, as incubadoras, organizações geralmente sem fins lucrativos, têm um papel importante na promoção de *start-ups*. Em vários casos estão associadas a universidades, e oferecem infraestrutura e suporte gerencial para

1 Para mais detalhes, acesse www.anjosdobrasil.net

orientar os empreendedores quanto à gestão do negócio e competitividade. Apoiam empreendedores de tecnologias mais sofisticadas, como biotecnologia, bioquímica, saúde humana e engenharia. A Anprotec, numa pesquisa junto com o Ministério da Ciência Tecnologia e Inovação – MCTI, identificou, em 2011, 384 incubadoras operando no Brasil, abrigando 2.640 empresas². O tempo de suporte de uma incubadora é normalmente de 12 a 24 meses.

Mais recentemente, por volta de 2010-2011, surgiram no Brasil as aceleradoras. Proporcionam espaço físico, orientação e infraestrutura a empreendedores, focando principalmente em tecnologia da informação, de maturação mais rápida, com aportes variando entre R\$ 10 e 100 mil. Visam lucro, cobrando participação no *equity* dos empreendimentos apoiados (10 a 15%), e o período médio de aceleração varia de 3 a 8 meses. O MCTI lançou o programa Start-up Brasil, selecionando 9 aceleradoras, que devem apoiar entre 8 a 10 empresas cada. As empresas selecionadas poderão receber até R\$ 200 mil. O número de aceleradoras ativas no Brasil está em torno de 46 (Acceleratech, Microsoft, Papaya, Wayra, 21212, Start You Up, TreeLabs, entre outras). Existe bastante interação entre aceleradoras, anjos e fundos de VC. Há interesse de anjos que aceleradoras apoiem seus empreendedores e as aceleradoras dependem de anjos de fundos de VC para que suas empresas apoiadas levantem recursos de *seed* ou *early stage*.

Algumas aceleradoras e fundos de VC têm, além da meta financeira, objetivo de gerar impacto ambiental ou na sociedade, principalmente nas classes de renda mais baixa, compondo o ecossistema de investimentos de impacto. Pode-se citar, nesse segmento, as aceleradoras Artemisia, Quintessa, Pipa Accelerator e o fundo Vox Capital.

A Endeavor Brasil não financia empresas, mas tem um papel importante em disseminar a cultura empreendedora no País, disseminando conhecimento, acesso a cursos, congressos e selecionando alguns empreendedores para dar *mentoring* e acesso a rede de contatos³.

O BNDES, através da BNDESPar, é o maior investidor brasileiro em fundos *de seed* e VC, e o segundo maior investidor na indústria consolidando PE e VC. Tem em sua carteira 35 fundos especializados em diferentes estágios: *Seed Capital* (Criatec), Fundos de VC e fundos de PE. É responsável por 80% do capital comprometido dos fundos Criatec, que são voltados para *seed*.

Há uma preocupação grande do BNDES com o desenvolvimento do mercado de capitais para empresas menores, o Bovespa Mais. Esse segmento é importante para que empresas nascentes consigam novas rodadas de capital, e fundos de VC e PE consigam realizar investimentos e retornar o capital para empreendedores. A condição para o

2 Para mais detalhes, acesse <http://anprotec.org.br/site/pt/incubadoras-e-parques/>

3 Vide www.endeavor.org.br

aporte da BNDESPar é que a empresa se liste no Bovespa Mais no período de até 2 anos⁴. Esse segmento da Bovespa foi criado em 2005, e tem 9 empresas listadas apenas, das quais, 6 receberam investimento da BNDESPar. O BNDES pode comprar entre 20% a 30% das ofertas iniciais, deixando o restante para o mercado. Deixará disponível até R\$ 1 bilhão para isso. Além disso, está selecionando um gestor para o fundo de ações de companhias listadas no Bovespa Mais. Aplicará até R\$ 250 milhões nesse fundo.

No Brasil, os principais veículos de investimento utilizados em VC são as Instruções da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) nº 209/94 e nº 391/03, moldadas a partir do modelo americano de Limited Partnership (LP). A primeira regulamentou os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE) bastante utilizados até 2010, enquanto a segunda regulamentou os Fundos de Investimentos em Participações (FIP) também utilizado em fundos de *private equity*. Na grande maioria dos fundos brasileiros, o Comitê de Investimento, que conta com a participação dos gestores, cotistas e membros independentes, possui o poder de aprovar ou declinar investimentos ou qualquer mudança no quadro societário das companhias investidas, gerando maior lentidão na tomada de decisão dos fundos de VC. Este modelo chega a inviabilizar investimentos em setores mais competitivos em inovações tecnológicas ou em modelo de negócio. Esse poder de interferência do comitê de investimento na gestão do fundo pode ser explicado pela grande presença de instituições públicas na composição dos cotistas, e pelo fato de não haver ainda confiança dessas instituições no modelo de VC e PE para que se sintam confortáveis em dar mais poder na tomada de decisões pelo fundo.

Um relatório do Global Entrepreneurship Lab (2013) aponta que o desenvolvimento da indústria de VC no modelo do Vale do Silício começou apenas recentemente no Brasil, com 50 organizações realizando aproximadamente 80 investimentos em *start-ups* em 2012, com investimentos compartilhados (coinvestimentos) e não compartilhados. Entre os participantes estão fundos globais e internacionais, um número pequeno, mas crescente de fundos brasileiros têm levantado recursos com investidores estrangeiros e superanjos. Os investidores estrangeiros tendem a dar maior autonomia aos gestores de fundos nas decisões de investimento em relação às instituições públicas brasileiras. Os investimentos desses novos fundos estão focados em modelos de negócio comprovados no exterior que são aplicados no contexto brasileiro, principalmente *e-commerce*, mídia digital e turismo. O relatório também destaca um provável desbalanceamento na cadeia de capital empreendedor, oriundo do recente crescimento de aceleradoras e investimentos de *seed* e *early stage*. Consequentemente, diversas *start-ups* terão dificuldade em levantar recursos em rodadas subsequentes. Enquanto o fluxo de negócios de VC

4 Revista Exame (2013), "BNDESPar prevê cinco listagens no Bovespa Mais em 2013", 24/1/2013. Disponível em www.exame.abril.com.br/mercados/noticias/bndespar-preve-cinco-listagens-no-bovespa-mais-em-2013-2?page=1

creceu 13% de 2010 a 2011 em quantidade e decresceu 40% em montante de recursos, o fluxo de empreendimentos de *seed* e *early stage* cresceu 140% em quantidade e 380% em termos de montante investido. Este movimento é semelhante ao *Series A Crunch* que ocorre nos EUA desde 2012, onde a redução dos custos para se começar um novo empreendimento causou um aumento dos investimentos de anjos e *seed*, não tendo sido acompanhados pelos investimentos em *early stage* e *growth*.⁵

4. DESEMPENHO DA INDÚSTRIA DE VC E PE NO BRASIL

Minardi *et al.* (2014) analisaram o desempenho da indústria brasileira de PE e VC de 1990 a 2013. O estudo utilizou o banco de dados da Spectra – Insper⁶. A amostra é composta por 172 fundos de 78 organizações, domésticas e internacionais, com fundos de PE, VC, mezanino e infraestrutura, levantados entre 1990 e 2013.

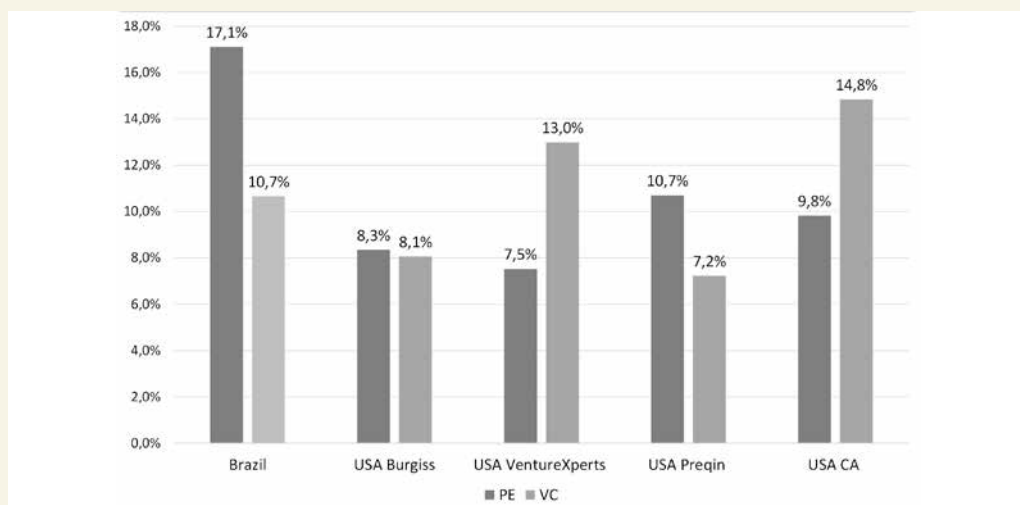
A análise em Minardi *et al.* (2014) indica que há um amadurecimento da indústria: 78% das organizações já levantaram dois ou mais fundos; 72% das organizações existem há mais de 5 anos (45% há mais de 10 anos); 22% das organizações levantaram apenas um fundo, das quais metade tem mais de 5 anos, ou seja, que estão tendo dificuldade em levantar um segundo fundo e que ou já desapareceram ou correm o risco de desaparecer.

Minardi *et al.* (2014) analisaram também o desempenho bruto da indústria brasileira de PE e VC. Para isso consideraram apenas fundos que tiveram mais de 60% dos investimentos liquidados ou com eventos de liquidez, resultando numa amostra de 46 fundos levantados entre 1990 e 2008. De maneira análoga às evidências internacionais, percebe-se uma diferença grande entre os melhores e os piores fundos. Organizando-se os fundos por taxa interna de retorno (TIR) bruta e alocando-os em 4 carteiras de acordo com o desempenho, obtém-se que a carteira formada pelos fundos de maior retorno tem uma TIR média de 57,9% e a de pior retorno de -14,4%. Isso resulta numa diferença média de 72,3% entre os melhores e os piores fundos.

5 Pando Daliy (2012) "The Serie A crunch is hitting now. Have we even noticed?". Disponível em <http://pando.com/2012/11/28/the-series-a-crunch-is-hitting-now-have-we-even-noticed/>

6 O banco de dados Spectra-Insper é privado, construído por uma parceria entre Spectra Investimentos, uma investidora em PE e VC brasileira e o Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, uma das principais escolas de Economia e Administração do Brasil. Contém informações sanitizadas sobre empresas, fundos e investimentos na América Latina, de modo que as identidades são desconhecidas.

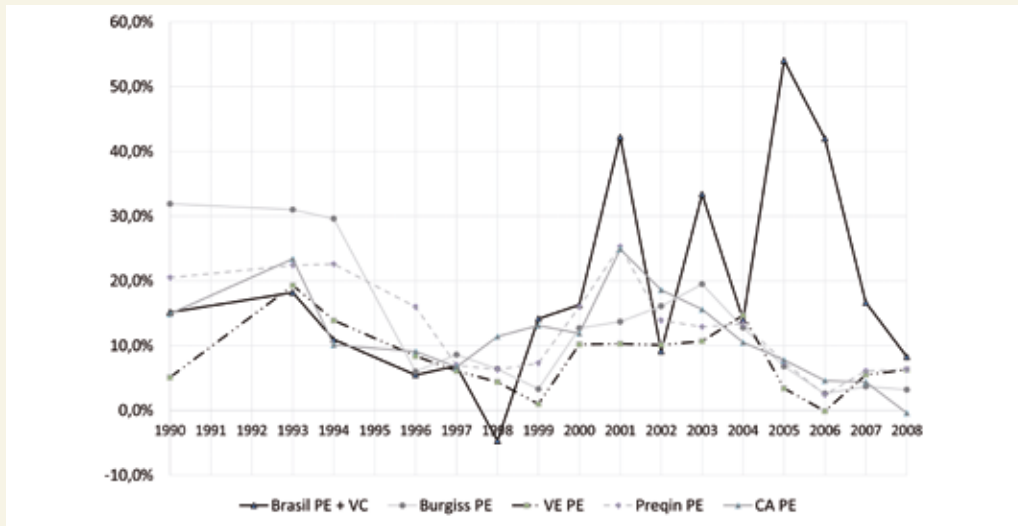
Gráfico 1. Comparação entre TIR média dos fundos de PE e VC brasileiros levantados entre 1990 e 2008 com os levantados em período semelhante nos Estados Unidos.



Fonte: Minardi et al. (2014).

O Gráfico 1 mostra que os fundos brasileiros de PE obtiveram melhor desempenho em média que os fundos americanos. Para essa análise, assumiu-se que o retorno líquido dos fundos brasileiros corresponde em média a 70% do retorno bruto. A comparação é feita com amostras de diferentes provedores de informações nos Estados Unidos. Observa-se que os fundos de PE tiveram em média uma rentabilidade maior do que VC no Brasil, mas isso pode ser explicado pelo fato de a indústria de VC ter começado realmente a deslanchar a partir de 2012, sendo que ainda não há saída significativa para realizar a análise de retorno de fundos.

Gráfico 2. Comparação da TIR média organizada por safra dos fundos brasileiros com fundos americanos.



Fonte: Minardi et al. (2014).

O bom desempenho da indústria brasileira está concentrado principalmente nos fundos levantados a partir de 2000, que possivelmente ilustra uma curva de aprendizado da indústria brasileira. O Gráfico 2 contém os dados de TIR líquida organizados por safra, comparando o desempenho de fundos brasileiros com os fundos americanos reportados por diferentes provedores de informação.

5. CONCLUSÃO

O desenvolvimento da indústria de capital empreendedor contou com diversas iniciativas e recursos do governo e da iniciativa privada. Observa-se que há amadurecimento da indústria quando se analisam etapas mais maduras, ou seja, PE. Houve um aprendizado, ganho de experiência com 78% das organizações já tendo levantado mais de um fundo, e os fundos levantados entre 1990 e 2008, praticamente liquidados até o final de 2013, tiveram em média um retorno anualizado bruto de 22%, superior ao de fundos americanos no mesmo período. Para efeito de comparação, a taxa de retorno anualizada em dólar do IBOVESPA de 1990 a 2013 foi de 11,86%, e a do CDI, de 15,29%.

Quando são analisadas etapas mais iniciais, observa-se desenvolvimento, mas claramente a indústria ainda não está madura. Surgiram anjos, aceleradoras, novos fundos de VC e atração de capital privado internacional e de fundos de pensão brasileiros. Entretanto, existem vários *gaps* na cadeia, tornando incerta a obtenção de recursos em novas rodadas para financiar o crescimento de *start-ups*. Como o movimento de aquecimento dos investimentos é razoavelmente recente (desde 2011-2012), ainda não houve saídas. Pro-

vavelmente alguns fundos de VC terão retornos altos, gerando alguns casos de sucesso, mas a maior parte, devido à limitação de financiamento para crescimento das empresas, terá retorno medíocre.

A saída dos investimentos continua sendo uma preocupação, principalmente nos níveis mais iniciais. O mercado de capitais ainda é instável, mesmo para IPOs de grandes empresas, gerando uma dependência muito forte de compradores estratégicos (venda da participação para empresas), já que a saída para outros fundos ainda não é uma realidade. Há um esforço governamental para desenvolver o apetite do mercado de capitais para empresas pequenas, o Bovespa Mais, que, se bem-sucedido, aumentará a possibilidade de saídas para VC. Mas há preocupação que mesmo com o esforço do BNDES, não seja gerada liquidez suficiente para que pequenas empresas atraiam a atenção de investidores privados.

Empreendimentos com alto grau de inovação e tecnologias mais sofisticadas se beneficiaram menos do desenvolvimento recente ocorrido com a indústria de VC. A maior parte dos investimentos de VC com recursos privados e externos foi direcionada para modelos de negócios bem-sucedidos no exterior adaptados ao Brasil. O financiamento da geração de inovação tecnológica no Brasil ainda é muito dependente das iniciativas e recursos governamentais, em especial dos investimentos da BNDESPar em fundos de *seed* e de *early stage*.

Existem diversos obstáculos regulatórios no ambiente empreendedor brasileiro que precisam ser abordados. Faltam incentivos fiscais para empreendedores, VC e anjos; a legislação trabalhista brasileira é muito rígida; a legislação tributária é muito complexa; há demasiada burocracia para se abrir, gerenciar e fechar uma empresa no Brasil. Além disso, o ambiente regulatório brasileiro inibe a inovação, devido à demora em se mudar o *status quo* de qualquer setor da economia.

O relatório Global Entrepreneurship LAB (2013) considera como mais provável um cenário de desenvolvimento da indústria de capital empreendedor com um misto de capital estrangeiro e nacional, mas ainda frágil, com muita volatilidade de retornos.

Nossa visão é que várias aceleradoras e alguns fundos de VC não terão bons retornos e talvez não levantem recursos para novos fundos. Por exemplo, organizações de VC internacionais que chegaram a abrir escritório em 2012, como por exemplo Sequoia Capital, já fecharam a operação local, atuando no país apenas como investidor em fundos de VC nacionais. Entretanto haverá algumas histórias de sucesso, atraindo fluxo de capital para um novo ciclo de investimento, o que é suficiente para que a indústria continue em seu percurso de amadurecimento, porém de maneira talvez mais lenta.

O ciclo de VC que teve início em 2011 e 2012 também foi muito importante para formar capital humano para o estágio mais inicial. No início desse ciclo, havia poucos

profissionais com experiência em *start-ups*, seja empreendendo ou sendo executivo das empresas investidas. As *start-ups* criadas desde então proporcionaram uma aprendizagem que é fundamental para dar sustentabilidade à indústria. A atividade empreendedora passou a atrair mais interesse e alguns executivos de *start-up* provavelmente deverão empreender quando vencer o período de *lockup*, alimentando o mercado com novos empreendimentos de boa qualidade. Além disso, alguns empreendedores que tiveram sucesso também devem abrir fundos de VC, seguindo a tendência que ocorreu no Vale do Silício, e surgindo gestores de fundos com histórico empreendedor de sucesso, trazendo uma compreensão muito mais aprimorada sobre as necessidades e oportunidades das empresas investidas (exemplo foi o Hernan Kazah, cofundador do Mercado Livre, que fundou a Kaszek Ventures).

REFERÊNCIAS

- Global Entrepreneurship LAB (2013). “Brazil VC Ecosystem Study”. MIT Sloan Management. Disponível em <http://mitbrazilventurecapitalstudy.files.wordpress.com/2013/03/mit-brazil-vc-study-2012-2013.pdf>
- GVcepe (2010) “A indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital”. 2º Censo Brasileiro. Disponível em http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf
- Hellman e Puri (2000). “The interaction between product marketing and financing strategy: the role of Venture Capital”. *Review of Financial Studies*. 13, 959-984.
- Leamon, a. e Lerner, J. “Creating a Venture Ecosystem in Brazil: FINEP’s INOVAR Project”. Working paper 12-099. Disponível em <http://lavca.org/wp-content/uploads/2014/04/HBS-VC-Brazil-FINEP.pdf>
- Minardi, A.M.A.F, Kanitz, R. V. e Bassani, R.H. (2014) “Private Equity and Venture Capital Industry Performance in Brazil: 1990-2013. *The Journal of Private Equity*. Forthcoming fall.
- Minardi, A.M.A.F. “O Crescimento de uma Indústria”. (2008). *GVexecutivo*. 7 (6), 24-27.
- Ribeiro, L.L.(2005). O modelo brasileiro de Private Equity e Venture Capital. Dissertação de Mestrado. Programa de pós-graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Samila, S. e Sorenson, O. (2009). “Venture capital, entrepreneurship and economic growth”. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1183576> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1183576>

O INVESTIMENTO- ANJO NO BRASIL

Cassio Spina

Empreendedor, Investidor-anjo e fundador da “Anjos do Brasil”

PARTE I – CONTEXTO

1. A IMPORTÂNCIA DO INVESTIMENTO- ANJO PARA O DESENVOLVIMENTO DO EMPREENDEDORISMO INOVADOR

No mundo globalizado e competitivo que vivemos, inovação é uma meta que todos os países do mundo buscam ativamente, investindo cada vez mais em Educação, Pesquisa & Desenvolvimento e Desenvolvimento Tecnológico, pois sabem que sem esses pilares é muito difícil sustentar seu crescimento. Entretanto, todos estes investimentos somente se convertem em resultados para a economia e a sociedade quando se tornam produtos e serviços tangíveis através da iniciativa empreendedora. Assim, para que o Brasil tenha uma pujança contínua, além dos investimentos básicos para o nosso desenvolvimento econômico, é necessário que se estimule a criação e crescimento do empreendedorismo inovador, o das chamadas *start-ups*, que irão gerar a nossa riqueza no futuro.

Acompanhando o histórico das economias mais avançadas, como os EUA, Coreia do Sul, Japão, Alemanha, entre outros, aprendemos que a combinação de investimentos massivos na educação, aliados a estímulos para crescimento da iniciativa empreendedora, produz grandes resultados, apenas citando alguns exemplos, como o do “Vale do Silício”, onde a combinação de educação de alto nível das universidades localizadas nos arredores do mesmo, integradas à comunidade empreendedora, gerou *start-ups* que se transformaram em empresas com alta produção de riquezas, como Apple, Fedex, Intel, Google, HP entre muitas outras. Somente como referência, estas empresas hoje possuem em seu caixa mais de US\$ 200 bilhões, cifra superior ao PIB de inúmeros países no mundo.

Cabe destacar que o surgimento de todas estas empresas foi com o investimento dos chamados *Angel Investors*, os investidores-anjo. Por quê? A resposta está associada a um dos maiores obstáculos para a criação de empresas inovadoras, o chamado “Vale da Morte das Start-ups”, momento em que o empreendedor tem uma inovação, mas

falta-lhe não só o capital financeiro para transformar a mesma em um negócio, mas experiência, conhecimento e relacionamentos que potencializem suas chances de sucesso. Esta lacuna é justamente preenchida pelo papel do investidor-anjo, um profissional com experiência empreendedora ou executiva ou como profissional liberal, que agrega ao capital investido todo seu histórico de sucesso para apoiar estes novos empreendedores, tanto que nos EUA o capital destes investimentos é chamado de *Smart Money*, que numa tradução literal significa “Dinheiro Inteligente”.

A importância do investimento-anjo para o desenvolvimento das empresas inovadoras foi objeto de um amplo estudo¹ realizado pela OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) em mais de 30 países, tendo concluído que “os investidores-anjo têm um papel crítico no sucesso das empresas iniciantes”. Por esta relevância, inúmeros países adotam políticas de incentivo e proteção aos investidores anjo, como citados por exemplo no Quadro 1:

Quadro 1 Tratamento de Investidores-Anjo em alguns países.

País	Tratamento de Investidores-Anjo
EUA	Dedução do IR de 10% a 100% (conforme U.F.) do total investido
França	Dedução do IR de 25% do total investido
Inglaterra	Dedução do IR de 30% do total investido / Isenção de IR sobre ganho de capital
Portugal	Dedução do IR de 20% do total investido / Isenção de IR sobre ganho de capital
Itália	Isenção de IR sobre ganho de capital

Fonte: Derraik & Menezes.

Apenas para demonstrar a relevância do investimento-anjo nas economias mais desenvolvidas, nos EUA mesmo com a crise pela qual passaram recentemente, **este tipo de investimento teve um crescimento de mais de 10% em 2011**, atingindo a marca de US\$ 22,5 bilhões investidos por mais 318 mil investidores, em 66 mil empresas e **gerando mais de 165 mil empregos**².

Importante destacar que o investidor-anjo típico não é o detentor/gestor de grandes fortunas; é apenas um profissional bem-sucedido, que acumulou ao longo dos seus anos de trabalho e dedicação um patrimônio que lhe permite aplicar uma parte (normalmente

1 Financing High-Growth Firms – The Role of Angel Investors – 2011 – OCDE.

2 University of New Hampshire’s Center for Venture Research – 4/3/2012.

entre R\$ 100 mil a R\$ 250 mil) em investimentos de alto risco (que é o caso do investimento-anjo) sem comprometer seu sustento. Como, além do risco, é um investimento de baixíssima liquidez, isto é, o investidor-anjo não pode contar com esse investimento para sua sobrevivência, normalmente o investimento-anjo é uma atividade secundária a sua principal, exercendo-a não somente pelo potencial de retorno, mas porque se realiza ao apoiar a criação de novas empresas, tanto que, além de investimento, dedicam parte do seu tempo para atividades voluntárias não remuneradas, como mentoria de jovens estudantes.

2. A SITUAÇÃO DO INVESTIMENTO-ANJO NO BRASIL

O investimento-anjo no Brasil, apesar de estar se difundindo como prática ativa apenas recentemente, tem um histórico positivo do investimento passivo, em que o investidor é procurado por algum empreendedor através da sua rede de relacionamento e acaba apoiando o projeto. Apenas para citar alguns exemplos de grande sucesso brasileiros, temos o caso da empresa Buscapé, fundada por quatro estudantes recém-formados, em 1999, que ao procurarem um executivo para ajudá-los na formatação do seu plano de negócio, houve tanto interesse que o empresário se tornou investidor-anjo dos estudantes. Esta empresa teve um crescimento muito acelerado, atingindo, pouco mais de 10 anos, o valor de US\$ 342 milhões, contando atualmente com mais de 700 funcionários. Outro caso de êxito brasileiro é o da empresa Bematech, fundada por dois alunos de mestrado, com apoio de investidores-anjo, em 1992. Hoje é uma empresa de capital aberto listada na BOVESPA com faturamento superior a R\$ 350 milhões, gerando mais de mil empregos qualificados.

O desafio atual que temos é como transformar estes investidores passivos, que efetivam no máximo 1 ou 2 investimentos, em ativos para que multipliquem os resultados gerados, bem como estimular a outros milhares de profissionais experientes a também aplicarem um pouco do seu patrimônio, e, em especial, sua experiência para a criação de negócios de alto valor para nossa economia. Aqui cabe destacar que, além da questão do estímulo do investimento-anjo para viabilização de mais empreendimentos inovadores brasileiros, isso também evitará a perda de talentos que o Brasil tem. Apenas para citar dois *cases* recentes, basta lembrar que um dos cofundadores do Facebook foi um brasileiro (Eduardo Saverin) e o Instagram, uma das empresas adquiridas recentemente pelo Facebook pelo valor estimado em US\$ 1 bilhão, também foi cofundado por outro brasileiro, ambos radicados nos EUA, atraídos não só pela qualidade do ensino universitário, mas também pela disponibilidade de capital e outros recursos para desenvolvimento de seus empreendimentos.

No Brasil, se por um lado temos atualmente condições econômicas extremamente propícias para o crescimento do investimento-anjo em conjunto com o empreendedorismo inovador, como pela redução das taxas de juros, aumento do poder aquisitivo das classes C/D, crescimento das ofertas públicas de ações (IPOs), ampliando o número de potenciais investidores, por outro lado, os aspectos regulatórios desestimulam totalmente a atividade, pelos riscos, pela falta de incentivos e dificuldades adicionais que são impostas à atividade, conforme apresentamos a seguir:

Riscos de Responsabilidade Pessoal: esta sem dúvida é a maior barreira para o desenvolvimento do investimento-anjo no Brasil, pois, pela falta de distinção do papel do investidor e do empreendedor pela legislação existente e, principalmente, pelas decisões do judiciário nos atos de desconsideração da personalidade jurídica, em diversas situações, pode-se onerar o investidor com um passivo incalculável, o que desestimula totalmente a atividade. Cabe destacar que o investidor-anjo ao efetivar um investimento, já assume um grande risco de perda do capital investido, entretanto, ele tem ciência prévia disto e pode assim administrar o valor que colocará em risco. Contudo, pela impossibilidade de prever qual o tamanho de um potencial passivo trabalhista, tributário, ambiental, como exemplos, e considerando que ele sequer possui o poder de gestão necessário para evitar que o empreendedor assuma tais passivos, pois o anjo tem um papel no máximo de um conselheiro, o investidor assume um alto risco, que assusta enormemente.

Desvantagens Fiscais em Comparação com Outros Investimentos – O investimento-anjo, por se tratar de um investimento privado que não possui qualquer tratamento diferenciado, como o que ocorre com outros setores, como o imobiliário e o de ações de empresas listadas em Bolsa, acaba sofrendo uma tributação desproporcional ao risco assumido. Apenas para exemplificar algumas situações, hoje, se o investidor-anjo aplicar o mesmo valor em duas empresas (ex.: R\$ 50 mil em cada), sendo que hipoteticamente a primeira gere prejuízo para o mesmo enquanto que a segunda gere um ganho que dobre o capital aplicado (R\$ 100 mil), neste caso o resultado final seria nulo, entretanto pela legislação tributária, dada a impossibilidade de compensação da perda com o ganho, o mesmo seria tributado sobre a segunda, gerando um resultado final negativo, enquanto que, num mesmo cenário, se investisse em empresas listadas em Bolsa, poderia compensar o ganho com a perda. Outra comparação é com o tratamento tributário hoje concedido ao setor imobiliário que inegavelmente recebeu um grande impulso. Hoje, se o investidor aplicar em fundos de investimento imobiliário, com um risco muito menor que o de investimento-anjo, terá isenção sobre os rendimentos; bem como se vender um imóvel e adquirir outro em prazo inferior a seis meses, terá isenção de ganho de capital.

3. O POTENCIAL DO INVESTIMENTO-ANJO DO BRASIL

Atualmente o investimento-anjo já representa um total de mais de **R\$ 600 milhões** em investimentos e apesar de já ser um montante significativo, ainda é em sua maior parte efetivado de forma passiva, isto é, os investimentos são feitos a partir da rede de contatos pessoal dos empreendedores e não ativamente pelos investidores. Desta forma, a maior parte dos investidores efetiva apenas 1 ou 2 investimentos durante sua vida, sendo isto pouco eficaz como estratégia de investimento (“todos os ovos ficam em uma cesta só”) bem como o potencial destes investidores ser subutilizado. Quando comparamos com os EUA, onde são investidos mais de US\$ 22 bilhões³, podemos observar o quanto o investimento-anjo brasileiro ainda é relativamente pequeno, representando pouco mais de **1% do montante americano**. Também comparando-se com a Europa, onde foram investidos mais de EUR 5 bilhões⁴, o Brasil se encontra numa posição bem defasada.

Entretanto, quando verificamos o potencial efetivo de acordo com a demanda dos investidores-anjo, apuramos um **potencial total superior a R\$ 3 bilhões/ano** apenas com a base de investidores já existentes, ou seja, **no curto prazo**, poderíamos aumentar em **5 vezes** o montante investido. Se considerarmos que a nossa economia tem um potencial mínimo de atingir 10% do patamar americano, o potencial de investimento em médio prazo aumenta para **mais de R\$ 5 bilhões/ano, ou seja, quase 10 vezes o patamar atual**.

Como comprovação deste potencial de crescimento, basta observar que o investimento-anjo, na Europa, na última década, **foi multiplicado por quase 7 vezes**, após a adoção de medidas de estímulo pelo incentivo tributário/programas de apoio por diversos países como Inglaterra, França, Portugal, Itália etc.

Outro aspecto muito interessante em observar é que o investimento-anjo não só cresceu, mas se acelerou mesmo em países mais afetados pela crise econômica de 2008, como a Grécia, Espanha e Portugal, pois não só independe da conjuntura econômica como é até estimulado quando outras opções de investimento estão em queda.

Concluindo, o investimento-anjo no Brasil ainda tem barreiras muito fortes para seu crescimento, bem como faltam estímulos para que os investidores se dediquem a apoiar novas empresas. Sem dúvida, todos os estudos evidenciam que o incentivo ao investimento-anjo gera um benefício direto e imediato para o desenvolvimento econômico dos países onde é estimulado e o Brasil, sem dúvida, tem uma grande carência de investimentos para suas empresas nascentes.

3 University of New Hampshire's Center for Venture Research – 4/3/2012.

4 Fonte: EBAN – European Business Angels Network 2012.

PARTE II – PROPOSIÇÕES

1. CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

Os dispositivos legais a serem elaborados para estas proposições devem partir de duas premissas fundamentais:

1. É necessário todo cuidado com qualquer definição para que **não tenha nenhuma subjetividade** que possa levar a múltiplas interpretações, pois isto pode gerar uma insegurança jurídica, tornando a aplicação do dispositivo inócua; apenas como exemplo, a questão das múltiplas interpretações do conceito de “inovação” dentro da Lei do Bem está causando muitas dúvidas e, conseqüentemente, poucos querem correr o risco de utilizá-la e depois ter o benefício glosado pela Receita Federal, além de serem autuados.
2. Também é imprescindível especial atenção para **não gerar qualquer burocracia** complexa e/ou que gere lentidão nos processos, pois este é um mercado muito dinâmico e qualquer “aprovação” que leve mais de 15 dias, pode simplesmente tornar inócua o dispositivo. Importante também lembrar que o investidor-anjo, por ser uma pessoa física, e o volume de recursos aportados não ser alto, quaisquer custos burocráticos pesam muito para ele e para o empreendedor, normalmente um microempresário, podendo **até inviabilizar o investimento**.

2. PROPOSIÇÕES PARA PROTEÇÃO E INCENTIVO AO INVESTIMENTO-ANJO

Pelo exposto anteriormente podemos concluir claramente a importância de se criarem políticas de proteção e incentivo ao investimento-anjo no Brasil, para estimular o crescimento do empreendedorismo inovador no país como já ocorre em países com economias mais desenvolvidas. Dividimos estas políticas em quatro grupos:

Proteção: Distinção (e proteção) do investidor-anjo x administrador da companhia para casos de desconsideração da personalidade jurídica nas esferas Cível, Criminal, Trabalhista em todas as instâncias (municipal, estadual e federal). Cabe aqui destacar que em todos os países com o investimento-anjo mais desenvolvido foram adotadas legislações de proteção com relação a credores, como o “Safe Harbor Act” nos EUA, pois sem esta medida o investimento fica extremamente inibido.

Assim, propomos que seja criada lei específica que vede imputação de responsabilidade, bem como a penhora de bens dos quotistas/acionistas investidores (i.e. com participação minoritária e não sendo administradores diretos da companhia) para quitação de quaisquer passivos da empresa investida, em todas as instâncias do poder público, sem que haja comprovação de fraude/dolo do investidor.

É importante destacar que, para os argumentos de que isso poderia ser utilizado como instrumento para eventuais pessoas de má-fé esquivarem-se de suas responsabilidades, (mas quando já existe intenção de se cometer fraude ou dolo, já são utilizados diversos subterfúgios, até mesmo a utilização dos “laranjas”), esta lei irá apenas proteger aqueles que estão investindo de boa-fé, ao apoiar empreendedores sérios a gerarem mais renda e empregos para nossa economia, de serem penalizados por fatos não gerados por sua atividade de investimento.

Estímulo: Para esta questão, propomos uma série de medidas que certamente irão estimular que muitos novos investidores apliquem em empresas inovadoras. Citamos abaixo alguns exemplos:

- Equiparação de Incentivos Fiscais com relação a investimentos em outros setores, como no setor imobiliário.
- Isenção de IR em ganho de capital quando o capital é reinvestido (equivalente ao de imóveis).
- Equiparação ao Investidor Estrangeiro e aos investidores dos Fundos de PD&I (Lei nº 12.431/2011 e CVM 501): Isenção de IR nos ganhos de investimentos.
- Possibilitar compensação integral de perdas entre investimento-anjo para PF e PJ.
- Dedução do valor investido sobre a base de cálculo do imposto de renda do investidor.

Importante destacar que esses estímulos não levariam a qualquer perda de receita tributária, pois considerando que enquanto o capital aplicado em títulos de renda fixa gera apenas tributos sobre o ganho (juros) auferidos, o investimento aplicado em empresas gera uma receita tributária imediata sobre todo o valor aplicado, pois cada real investido gerará imediatamente receita de PIS/COFINS, ICMS, IPI, ISS, CSLL e IR sobre os equipamentos adquiridos/serviços contratados e INSS/FGTS sobre os funcionários empregados. Assim, considerando que a carga tributária média é da ordem de 36%, mesmo concedendo um estímulo tributário como a dedução do valor investido da base de cálculo de IR, haveria retorno antecipado para os cofres públicos.

Potencialização: para potencializar a capacidade de investimento e consequentemente o resultado que o investimento-anjo pode gerar na economia, propomos:

- Criação de Fundos de Coinvestimento com Anjos com (opcionalmente) proteção do capital do investidor -> observar que a Finep já criou um fundo dando proteção ao capital dos investidores-anjo, entretanto, pelo modelo adotado ser do tipo que os investidores-anjo entram como cotistas, desvincula-os das empresas, o que reduz significativamente o alinhamento individual e a agregação de valor. Assim, sugerimos que este modelo seja modificado, para que o anjo esteja vinculado a cada empresa.
- Concessão de subvenções para empresas investidas por investidores anjo/“Matching” de investimento-anjo (ex.: para cada R\$ 1 do investidor, será concedido R\$ 1 pelo programa de estímulo).

Obs.: O anjo deve ter uma relação direta com a empresa e com o seu resultado, para se dedicar de forma efetiva a ela.

Capacitação: Para preparar os investidores e os empreendedores em como fazerem/receberem investimento-anjo:

- Apoio a eventos de disseminação de cultura sobre investimento-anjo para empreendedores e investidores;
- Incentivo/Recursos para Programas de Capacitação para Empreendedores;
- Incentivo/Recursos para Programas de Capacitação para Investidores-Anjo e
- Incentivo para Inclusão nos Cursos Universitários de Matérias de Empreendedorismo.

SOBRE A ANJOS DO BRASIL⁵

A Anjos do Brasil é uma organização sem fins lucrativos criada com o objetivo de fomentar o crescimento do investimento-anjo para apoio ao empreendedorismo de inovação, compartilhando conhecimentos, experiências e oportunidades de negócios para investidores-anjo e empreendedores e apoiando a formação de redes de relacionamento, buscando ajudar a conectar todos agentes da comunidade empreendedora, pois nós acreditamos que apenas com a união de todos conseguiremos transformar a nossa sociedade.

Conforme nossa missão, a Anjos do Brasil tem como pauta as seguintes ações:

I – Educacional (em conjunto com parceiros):

- Disseminação do conhecimento sobre investimento-anjo através de palestras/seminários.

⁵ Mais informações podem ser obtidas pelo site www.anjosdobrasil.net ou pelo e-mail contato@anjosdobrasil.net.

- Capacitação para empreendedores para obtenção de investimentos.
 - Capacitação para investidores-anjo para efetivação de investimentos.
- II – Institucional (em conjunto com parceiros):
- Disseminação do conceito e valor agregado do investimento-anjo para o país perante os poderes públicos (Executivo, Legislativo e Judiciário) para reconhecimento e apoio à atividade.
- III – Apoio à formação de novas redes regionais, provendo:
- Gestão de sistemas de gerenciamento.
 - Metodologias e melhores práticas.
 - Orientação e treinamento.
 - Oportunidades para investimento.
- IV – Recebimento de projetos de empreendedores e encaminhamentos para investidores-anjo e redes parceiras.

A IMPORTÂNCIA DOS MECANISMOS DE SAÍDAS PARA OS GESTORES DE *PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL*: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

Cristiana Pereira,

Economista, Mestre em Economia e Administração de Empresas, Diretora Comercial e de Desenvolvimento de Empresas da BM&FBOVESPA

Edna Holanda

Economista, Pós-graduada em Economia Empresarial e especializada em Administração Financeira, Superintendente de Prospecção de Empresas da BM&FBOVESPA

1. INTRODUÇÃO

O objetivo deste artigo é discutir a importância do mercado de capitais para propiciar alternativas de desinvestimentos para fundos de *private equity* e *venture capital* (PE/VC). Argumentamos que a existência de alternativas viáveis de desinvestimento é essencial para o desenvolvimento dessa indústria e de sua capacidade de atrair recursos de investidores e canalizá-los para empresas com potencial de crescimento.

Além desta breve introdução (primeira sessão), o artigo conta com outras 4 sessões. A segunda aborda o contexto dos desinvestimentos para a estruturação de fundos de PE/VC, bem como as alternativas de saída, comumente utilizadas por seus gestores.

A terceira sessão apresenta as estatísticas sobre o vínculo entre os desinvestimentos de fundos de PE/VC e atividade dos respectivos mercados de capitais em países selecionados. A quarta sessão apresenta a evolução no contexto brasileiro. E, finalmente, a quinta sessão apresenta algumas conclusões sobre o tema.

2. ALTERNATIVAS DE SAÍDA

Um aspecto fundamental da estruturação de fundos de PE/VC é a consideração sobre a saída do investimento. “Os fundos têm duração limitada e monetizam o investimento após um determinado período, geralmente de cinco a sete anos.”¹

A estratégia de saída dos investimentos em operações de PE/VC é uma questão muito importante para determinar o retorno do investimento e, conseqüentemente, o sucesso de seu gestor, sendo possivelmente um dos principais indicadores de performance avaliados na captação de recursos para novos fundos.

Tipicamente, a saída de investimentos de fundos de PE/VC em países emergentes é considerada difícil. De acordo com Lerner, Hardymon e Leamon², o sucesso desses investimentos está associado ao sucesso do mercado para ofertas públicas iniciais (IPOs, na sigla em inglês). No caso dos Estados Unidos, relatam que estudos demonstram que a saúde do mercado de IPOs é normalmente associada à capacidade de captação de recursos para novos fundos de PE/VC.

Portanto, a ausência de um mercado ativo para IPOs pode afetar negativamente tanto o desempenho dos fundos de PE/VC quanto a habilidade de seus gestores captarem novos recursos para a estruturação de novos fundos, impedindo o crescimento dessa indústria e interrompendo uma importante fonte de financiamento para as empresas.

Ao realizar o investimento em uma companhia, o gestor de PE/VC vislumbra algumas possíveis alternativas para sua saída do investimento e retorno dos recursos aos seus cotistas.

Entre as alternativas mais usuais, podemos citar:

- venda em Bolsa: por meio de venda em oferta pública inicial (IPO) ou oferta pública subsequente (na sigla em inglês, FO ou *Follow-on*);
- venda para outros fundos de PE/VC;
- venda para Investidor Estratégico, numa operação de fusão ou consolidação; e
- recompra da participação pela própria empresa ou empreendedor.

Cada uma das alternativas será avaliada pelo gestor em conjunto com os cotistas do fundo e deverá estar clara como alternativa desde o início do investimento. A decisão do gestor será, prioritariamente, por aquela que lhe assegure o maior retorno do investimento para seus cotistas.

1 Rossi, Luiz E. M. Manual de Private Equity e Venture Capital, Editora Atlas, 2010.

2 Lerner, J. Hardymon, F, Leamon, A. Venture Capital & Private Equity: A Casebook, John Wiley & Sons, Inc, – 4th Edition – 2009.

A saída por meio de venda em Bolsa, inicialmente por um IPO, requer que existam as condições de mercado adequadas para a condução de oferta pública, e, ao mesmo tempo, que a empresa investida já se encontre num grau de maturidade que lhe permita se tornar uma companhia aberta, na qual seu setor de atuação também seja atrativo para investidores de bolsa. Em geral, é esperado que o gestor de PE/VC oriente a companhia investida na sua preparação para o momento do desinvestimento. Geralmente, essa preparação envolve o aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa, dos controles internos e das práticas contábeis, fatores relevantes para companhias abertas com ações negociadas em bolsa de valores.

Outro aspecto importante é que os novos investidores que adquirem ações no IPO esperam que os fundos não saiam totalmente neste primeiro momento, pois entendem que eles precisam continuar acompanhando a firma durante os primeiros anos como empresa negociada em bolsa de valores para que os resultados prometidos sejam alcançados. O que costuma acontecer é uma saída parcial no IPO e a conclusão do desinvestimento em uma ou mais etapas ao longo de ofertas subsequentes, em momentos seguintes.

A venda para outros fundos de PE/VC pode ocorrer quando um gestor opta por vender sua participação para outro gestor, provavelmente outro fundo de PE/VC que tenha como estratégia investir em empresas maiores ou mais maduras. Um exemplo desse tipo de operação foi a da TOTVS, empresa listada no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, que teve como investidor um dos fundos administrados pela Gestora Advent, que adquiriu participação em 1998 e a vendeu em 2005, antes do IPO. O motivo da venda foi que o fundo se encontrava em fase de desinvestimento e precisava retornar os recursos para os cotistas. Com a saída da Advent do capital da TOTVS (Microsiga na época) outro fundo passou a ser investidor estratégico da empresa: a BNDESPar, que por sua vez, saiu parcialmente no IPO em 2006.

A venda para um investidor estratégico representa uma oportunidade de fusão ou consolidação, onde o adquirente é uma empresa do mesmo setor. Um exemplo de operação desse tipo é o da Mastersaf, líder no segmento de *software* voltado para as áreas fiscal, tributária e contábil, que possuía investimento de um dos fundos administrados pela Gestora DGF e foi adquirida pela Thomson Reuters em 2011. O fundo poderia ter continuado o investimento por mais algum tempo, mas diante da oportunidade de venda, que também atendia às expectativas dos empreendedores, optou-se por essa alternativa. Tudo começou com algumas conversas sobre uma eventual parceria entre a Mastersaf e a Thomson Reuters, que tomaram outros rumos e resultaram na aquisição da empresa brasileira. A aquisição complementou os planos da multinacional de crescer na América Latina e viabilizou a saída do fundo da DGF.

Finalmente, a revenda para a própria empresa ou empreendedor normalmente representa um caso de insucesso do investimento, podendo ser ocasionada por desacordo entre as partes ou insucesso em alcançar uma alternativa mais vantajosa.

3. EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

Analisando o histórico de IPOs no mundo entre 2007 e 2013, encontramos mais de 7.500 operações, das quais aproximadamente 18% propiciaram a saída de fundos de PE/VC, conforme a Tabela 1:

Tabela 1 Número de empresas investidas em relação ao total de IPOs no Mundo (2007 a 2013).

Ano		Total	Investidas por PE/VC
2007	US\$ MM	288.060	62.479
	# de ofertas	1.928	369
2008	US\$ MM	95.271	11.710
	# de ofertas	747	92
2009	US\$ MM	112.465	18.881
	# de ofertas	560	85
2010	US\$ MM	278.109	41.949
	# de ofertas	1.346	231
2011	US\$ MM	164.826	47.512
	# de ofertas	1.228	213
2012	US\$ MM	123.569	39.098
	# de ofertas	829	150
2013	US\$ MM	165.395	65.993
	# de ofertas	878	247
Total de 2007 a 2013	US\$ MM	1.227.695	287.622
	# de ofertas	7.516	1.387

Fonte: EY IPO Center.

Entretanto, quando analisamos o histórico de saídas em mercados mais maduros como os Estados Unidos, as saídas via IPO realizadas na NYSE e na NASDAQ representaram 64% do total de IPOs nas duas bolsas no período entre 2007 e 2013, como mostra a Tabela 2:

Tabela 2 Número de empresas investidas em relação ao total de IPOs (2007 a 2013).

País		# IPO	Total Captado US\$ milhões	Investidas por PE/VC		
				# IPO	Total captado US\$ milhões	% saídas
Estados Unidos	New York (NYSE)	460	208.691	258	92.035	56%
	NASDAQ	458	83.521	329	82.093	72%
	NYSE + NASDAQ	918	292.212	587	174.128	64%
Inglaterra	London (LSE)	106	79.956	30	17.435	28%
China	Hong Kong (HKEx)	414	171.878	71	20.736	17%
	Shanghai (SSE)	104	77.467	7	2.736	7%
	Shenzhen (SZSE)	595	66.273	92	9.172	15%
	Shenzhen – Chinext	354	34.808	56	5.883	16%
	Hong Kong + Shanghai + Shenzhen	1.467	350.426	148	15.054	10%
Canadá	Toronto (TSX)	129	17.541	10	2.486	8%
	Toronto Venture (TSX-V)	233	1.321	-	-	-
	TSX + TSXV	362	18.863	10	2.486	3%

Fonte: EY IPO Center.

China e Inglaterra apresentam percentual de saídas via bolsa mais próximo à média mundial, enquanto que Canadá, pela tradição dos investidores locais investirem em projetos (notadamente “pessoas físicas”), a indústria de PE/VC é menos desenvolvida e, portanto, tem baixa representatividade na bolsa local.

4. EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

No Brasil, o que se observou desde 2004, conforme o Gráfico 1, foi o forte desenvolvimento do mercado de capitais local, com muitas oportunidades de acesso para as empresas brasileiras realizarem suas ofertas públicas iniciais de ações e viabilizando

para diversos gestores de PE/VC a possibilidade de realizarem saídas bem-sucedidas de seus investimentos.

Ao longo de praticamente 10 anos, foram mais de 150 novas companhias que conduziram seus processos de abertura de capital, captando um valor de R\$ 150 bilhões. No mesmo período, as companhias de capital aberto realizaram 110 operações (ofertas subsequentes de ações, ou *Follow-ons*), resultando numa captação total de R\$ 180 bilhões.

Gráfico 1 Ofertas Públicas Iniciais (IPOs) e Subsequentes (FOs) de Ações 2004 a 2013.



Fonte: BM&FBOVESPA.

Parte importante das novas empresas que realizaram suas ofertas públicas iniciais, eram empresas investidas por um fundo de PE/VC, chegando a quase 40%, de acordo com a Tabela 3:

Tabela 3 Número de empresas brasileiras investidas em relação ao total de IPOs no Brasil (2004 a 2013).

Ano	Total de IPO	Empresas Investidas	% Saídas
2004	7	3	43%
2005	9	4	44%
2006	26	9	35%
2007	64	16	25%
2008	4	2	50%
2009	6	3	50%

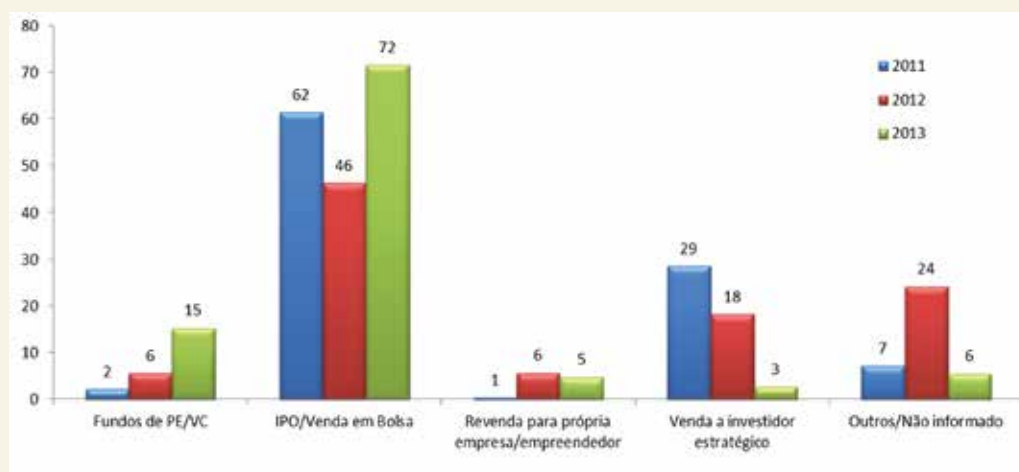
Ano	Total de IPO	Empresas Investidas	% Saídas
2010	11	5	45%
2011	11	8	73%
2012	3	1	33%
2013	10	6	60%
Total	151	57	38%

Fonte: BM&FBOVESPA.

Esse ciclo de ofertas públicas englobou duas tendências. Por um lado, o mercado de PE/VC, que no Brasil também é recente, teve seus primeiros fundos criados em meados da década de 90 e, portanto, na década seguinte, se encontravam justamente em estágio de desinvestimento. Por outro lado, na mesma época, a BOVESPA (atual BM&FBOVESPA) estava consolidando os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, que promoveram uma melhoria significativa dos padrões de governança corporativa das empresas e restaurou a confiança dos investidores no mercado brasileiro, abrindo a possibilidade da saída dos fundos via bolsa de valores, por meio de ofertas de ações.

Por outro lado, o IPO ou Saída em Bolsa foi a principal alternativa de saída dos gestores de PE/VC no Brasil, nos últimos três anos, conforme demonstrado no Gráfico 2 a seguir.

Gráfico 2 Percentual dos desinvestimentos por tipo de saída (2011 a 2013).



Fonte: Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil, elaborado pela ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital e KPM, 2013.

Essa interdependência positiva entre o mercado de capitais e a indústria de PE/VC possibilitou um forte desenvolvimento do mercado e do ambiente para investimentos de PE/VC. Se por um lado, os desinvestimentos permitiram o estabelecimento de históri-

cos de sucesso, que viabilizaram a captação de novos recursos e a constituição de novos fundos, com investimento em empresas ainda em desenvolvimento, indicam, por outro lado, a existência de um potencial de novas empresas candidatas ao IPO no futuro.

Uma indicação dessa dinâmica é a evolução do capital comprometido por gestores de PE/VC, que ultrapassou o valor de R\$ 100 bilhões em 2013, conforme o Gráfico 3:

Gráfico 3 Evolução do Capital Comprometido (2004 a 2013).



Fonte: Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil, elaborado pela ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital e KPM, 2013. e Revista Investidor Institucional, edição de janeiro 2011.

Chama atenção a evolução expressiva do capital comprometido, notadamente a partir de 2011. Quando analisamos a origem desse capital, observa-se que os investidores estrangeiros têm tido relevância ao longo dos últimos anos, e foram responsáveis por originarem 55% do total de capital comprometido em 2013.

Além dos investidores estrangeiros, os próprios gestores de recursos têm aumentado suas participações, demonstrando confiança, comprometimento e reinvestimento dos lucros da indústria de PE/VC no Brasil.

Mas uma característica desse ciclo do desenvolvimento do mercado e da indústria de PE/VC é a predominância de ofertas vultosas, o que indica que o acesso ao mercado de capitais é limitado às grandes empresas. O tamanho médio de um IPO no período de 2004 a 2013 foi de R\$ 1,3 bilhão, sendo que a menor média anual, em 2006, foi de R\$ 591 milhões. Ou seja, ainda que algumas empresas menores tenham encontrado uma possibilidade de saída via mercado de capitais, a maioria das empresas investidas que realizaram um IPO, foram empresas grandes, conforme dados da Tabela 4:

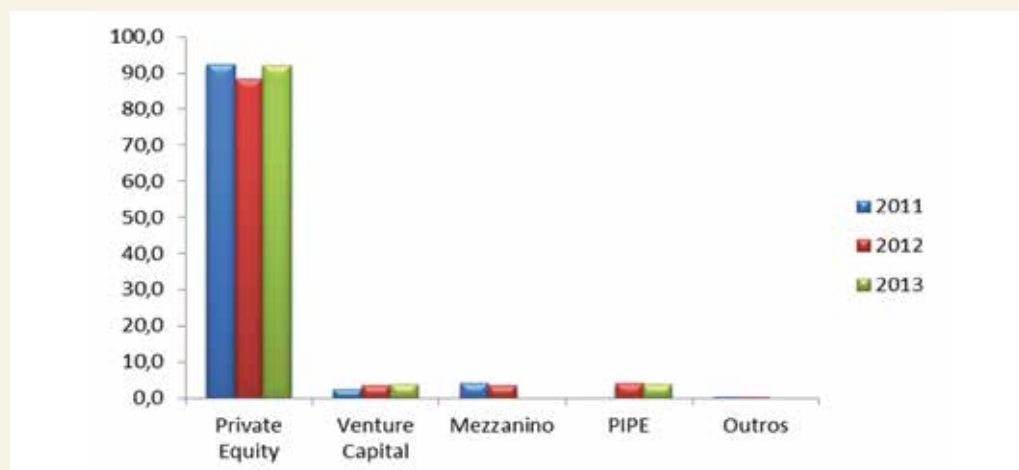
Tabela 4 Volume médio por ano e no período dos IPOs e FOs (2004 a 2013).

Ano	# IPO	Volume IPO (RS bilhões)	Média Anual (RS mil)	# Follow on	Volume Follow-On (RS bilhões)	Média Anual (RS mil)
2004	7	4	641,000	8	4	539,625
2005	9	5	605,222	10	8	848,900
2006	26	15	591,293	16	15	941,438
2007	64	56	869,503	12	14	1.205,396
2008	4	7	1.873,750	8	27	3.345,000
2009	6	24	3.958,167	18	22	1.230,667
2010	11	11	1.017,579	11	138	12.549,814
2011	11	7	652,281	11	11	983,163
2012	3	4	1.310,984	9	9	1.027,333
2013	10	17	1.729,188	7	6	813,575
	Valor médio por oferta		1.324,897	Valor médio por oferta		2.348,491

Fonte: BM&FBOVESPA

A consequência da predominância de grandes operações de desinvestimento, é a limitação de alternativas de saída para gestores de *venture capital*, dedicados ao investimento em empresas menores. Conforme o Gráfico 4 abaixo, o percentual dedicado dos investimentos nos fundos de *venture capital*, ainda é muito pequeno, em comparação aos investimentos em fundos de *private equity*.

Gráfico 4 Percentual do valor dos investimentos por modalidade (2011 a 2013)



Fonte: Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil, elaborado pela ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital e KPM, 2013.

5. CONCLUSÕES

O objetivo desse artigo foi argumentar que a existência de mecanismos claros e bem estabelecidos para desinvestimentos de fundos de PE/VC por meio de ofertas no mercado de capitais é essencial para o desenvolvimento desses fundos e para o sucesso de futuras captações e, conseqüentemente, novos recursos disponíveis para investimento em empresas.

Ao mesmo tempo, a saída por meio de uma oferta pública inicial no mercado de capitais é uma das principais alternativas para a maioria dos gestores, especialmente, porque estabelece uma referência pública de preço, que pode balizar as demais alternativas, mesmo que a oferta pública não se apresenta como uma alternativa viável no caso específico.

Na análise internacional, notamos que, na média mundial, o percentual de empresas investidas em relação ao número de IPOs é de aproximadamente 18%, inferior à média observada no Brasil, no período de 2004 a 2013, de 38%. Por outro lado, em mercados com uma indústria de PE/VC muito desenvolvida, como os Estados Unidos, esse percentual foi de 64%, no período de 2007 a 2013. Nesse sentido, pode-se concluir que ainda há um espaço para o desenvolvimento da indústria de PE/VC e, portanto, uma ampliação do número de empresas investidas nas listas de futuros IPOs.

Contudo, fica evidente, pela avaliação do histórico recente de transações no mercado de capitais, que apenas grandes ofertas se concretizaram, acima de R\$ 1 bilhão em média no período de 2004 a 2013 e nunca menor do que R\$ 500 milhões na análise ano a ano. Isso significa que o acesso ao mercado de capitais encontra-se restrito às grandes empresas, deixando de atuar na função de promover o crescimento empresarial e ampliação dos investimentos.

A consequência dessa limitação do mercado de capitais é uma baixa destinação de investimentos aos fundos de *venture capital*, dedicados a empresas menores. Com isso, a cadeia de investimentos em participações fica incompleta, inviabilizando sobremaneira consistente o desenvolvimento de empresas com potencial de crescimento.

Por isso, é importante adotar medidas para ampliar o acesso de pequenas e médias empresas ao mercado de capitais, proporcionando uma alternativa de saída viável para os gestores de *venture capital*, equivalente à disponível para gestores de *private equity*.

REFERÊNCIAS

ABVCAP e KPMG Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil – 2011, 2012 e 2013.

EY Global IPO Center of Excellence. Disponível: <http://www.ey.com/GL/g/Services/Strategic-Growth-Markets/ipocenter/#exhibits/ipo-lobby2>

Investidor Institucional, edição de janeiro de 2011.

Lerner, J., Hardyman, F., Leamon, A Venture capital & Private Equity: A Casebook, John Wiley & Sons Inc. – 4th Edition, 2009.

Rossi, Luiz E. M. Manual de Private Equity e Venture Capital – Passos para Atração de Investidores e Alocação de Recursos, Editora Atlas, 2010.

A DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA E RESPONSABILIDADE DE SÓCIOS E ADMINISTRADORES NA EXECUÇÃO TRABALHISTA

Marcelo Pereira Gômara

Sócio responsável pelas áreas trabalhista e previdenciária de TozziniFreire Advogados

Angelo Antonio Cabral

Advogado associado de TozziniFreire Advogados. Mestre e pós-graduado em Direito do Trabalho pela Faculdade de Direito da USP

1. INTRODUÇÃO

A desconsideração da personalidade jurídica e a consequente responsabilização dos sócios e administradores na Justiça do Trabalho é um dos mais tormentosos temas do foro, notadamente quando se discutem as oportunidades de inovação, profissionalização e crescimento de empresas em confronto com o recrudescimento do ativismo judicial e a, por vezes tortuosa, construção de um Direito jurisprudencial, em detrimento do Direito legislado. Sem tender para os extremos da discussão, pretende-se neste ensaio tecer uma breve avaliação da desconsideração da personalidade jurídica, no contexto da Justiça do Trabalho, e por consequência refletir sobre um direito que conjugue a segurança jurídica com preservação dos direitos trabalhistas, sem incidir em ideologismos que enfraqueçam o sistema jurídico brasileiro.

2. ASPECTOS HISTÓRICOS

Antes de se abordar a sua desconsideração, é importante recordar que tradicionalmente a personalidade jurídica é compreendida como a aptidão genérica atribuída a todas as pessoas – naturais ou jurídicas – para titularizar direitos e contrair deveres. Portanto,

em síntese bastante simplificadora, a personalidade correlaciona-se à própria condição humana e, mais restritamente, com a capacidade civil.

A complexidade das relações humanas, no entanto, não permitiu que o conceito de personalidade ficasse adstrito às pessoas naturais. A complexidade da vida em sociedade e a necessidade da conjugação de esforços de vários indivíduos para o atingimento de objetivos comuns ou de interesse social, ao mesmo passo que aconselham e fortalecem a sua agregação e polarização de suas atividades, sugerem ao Direito “equiparar à própria pessoa humana certos agrupamentos de indivíduos e certas destinações patrimoniais e lhe aconselham atribuir personalidade e capacidade de ação aos entes abstratos assim gerados” (PEREIRA: 2004, p. 213).

Nascem, nesse contexto, as pessoas jurídicas, entidades abstratas, admitidas pelo Direito, capazes de figurar, em nome próprio, como sujeitos de uma relação jurídica. Tais pessoas compõem-se por um conjunto de indivíduos ou por uma destinação patrimonial e são criadas com vistas a alcançar um determinado fim.

A pessoa jurídica possui personalidade distinta da de seus integrantes, constituindo-se em organismo autônomo, com capacidade de se obrigar e responder com seu próprio patrimônio pelos débitos que assume. Isso faz com que, em princípio, não seja possível responsabilizar diretamente seus sócios. Por essa característica, o surgimento da pessoa jurídica proporcionou maior segurança para os investidores, que passaram a resguardar o seu patrimônio pessoal, permitindo que se impulsionasse a atividade econômica, adaptando-a às novas e complexas realidades sociais.

Esse avanço, no entanto, não escapou do abuso da personalidade jurídica, que consiste, em síntese, na utilização maliciosa, pelos sócios, das prerrogativas de individualidade da pessoa jurídica que integram, para o cometimento de ilícitos e fraudes (CORREIA: 2005). Para corrigir os abusos praticados, desenvolveu-se a descon sideração da personalidade jurídica da pessoa jurídica.

A literatura jurídica reputa a ocorrência do primeiro caso de aplicação da descon sideração da pessoa jurídica ao Caso *Salomon x Salomon Co*, em 1897, na Inglaterra. Aaron Salomon era um próspero comerciante individual na área de calçados que, após mais de trinta anos, resolveu constituir uma *limited company*, transferindo seu fundo de comércio a tal sociedade. Nessa companhia, Aaron Salomon possuía 20 mil ações, e outros seis sócios, membros de sua família, apenas uma, cada um. Além das ações, Aaron recebeu várias obrigações de garantia, assumindo a condição de credor privilegiado da companhia (COELHO: 1989).

Em um ano, a companhia mostrou-se inviável, entrou em liquidação, e os credores sem garantia nada receberam. Para proteger os interesses de tais credores, o liquidante pretendeu uma indenização pessoal de Aaron Salomon, uma vez que a companhia

era ainda a atividade pessoal do empresário e os demais sócios eram fictícios. Na ocasião, pioneiramente, a Corte de apelação desconsiderou a personalidade da companhia, impondo a Salomon a responsabilidade pelos débitos da sociedade. A decisão foi reformada pela Casa dos Lordes, que prestigiou a autonomia patrimonial da sociedade regularmente constituída, mas as sementes da “*disregard doctrine*” já haviam sido lançadas (COELHO: 1989).

Considerando que não cabe, nos limites deste trabalho, toda a evolução histórica do instituto, desde o precedente *Salomon Co.*, é caso de ingressar na desconsideração da personalidade jurídica tal como prevista em nossa legislação e analisá-la em suas repercussões trabalhistas mais candentes.

3. A TEORIA DA DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA

A desconsideração da pessoa jurídica (*disregard of legal entity*) é a possibilidade de se ignorar a personalidade jurídica autônoma da entidade moral sempre que esta se torne um artifício para fins fraudulentos ou diversos daqueles para os quais foi constituída. Permite-se, portanto, que o credor da obrigação assumida pela pessoa jurídica alcance o patrimônio particular de seus sócios ou administradores para a satisfação de seu crédito (NERY JUNIOR: 2012). No Código Civil, a desconsideração está prevista no artigo 50, *verbis*:

Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica.

Exige-se, portanto, o desvio de finalidade ou confusão patrimonial para a sua caracterização.

A identificação do desvio de finalidade nas atividades da pessoa jurídica deve partir da aferição da efetiva desenvoltura com que a pessoa jurídica produz a circulação de serviços ou de mercadorias, nos termos dos limites de sua personalidade jurídica. Se a pessoa jurídica passa a praticar atos ilícitos ou incompatíveis com a sua atividade autorizada ou se sua atividade favorece o enriquecimento de seus sócios e sua derrocada administrativa e econômica, desconsidera-se a personalidade da pessoa jurídica para alcançar o patrimônio das pessoas que se ocultam por detrás de sua existência (NERY JUNIOR: 2012, p. 310).

A confusão patrimonial igualmente permite a retirada do véu da pessoa jurídica. Esta ocorrerá quando se confundirem o patrimônio dos sócios e da pessoa jurídica. Essa situação decorre da não separação do patrimônio da entidade moral. Nesta hipótese, o sócio responde com seu patrimônio para evitar prejuízos aos credores (NERY JUNIOR: 2012, p. 310).

Para a exclusiva seara do Direito do Consumidor, há uma previsão mais abrangente da desconsideração da personalidade jurídica:

Art. 28. O juiz poderá desconsiderar a personalidade jurídica da sociedade quando, em detrimento do consumidor, houver abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social. A desconsideração também será efetivada quando houver falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocados por má administração.

§ 1º (Vetado).

§ 2º As sociedades integrantes dos grupos societários e as sociedades controladas são, subsidiariamente, responsáveis pelas obrigações decorrentes deste código.

§ 3º As sociedades consorciadas são solidariamente responsáveis pelas obrigações decorrentes deste código.

§ 4º As sociedades coligadas só responderão por culpa.

§ 5º Também poderá ser desconsiderada a pessoa jurídica sempre que sua personalidade for, de alguma forma, obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados aos consumidores.

A coexistência e muitas vezes a confusão entre os dispositivos fazem Fabio Ulhoa Coelho afirmar que há, no Direito brasileiro, duas teorias da desconsideração. A teoria melhor elaborada, de maior consistência, que condiciona o afastamento episódico da autonomia patrimonial das pessoas jurídicas à caracterização da manipulação fraudulenta ou abusiva do instituto, é denominada de teoria maior. Do outro lado, a teoria com menor consistência, que se refere à desconsideração em qualquer hipótese de execução do patrimônio do sócio, cuja tendência é condicionar o afastamento do princípio da autonomia a simples insatisfação de crédito da sociedade, chamada de teoria menor que se contenta com a simples demonstração pelo credor da inexistência de bens sociais para atribuir aos sócios a obrigação da pessoa jurídica (COELHO: 2002, p. 37).

4. A DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA NO DIREITO DO TRABALHO: REFLEXÕES À LUZ DO ATIVISMO JUDICIAL

No Direito do Trabalho, ao contrário do Direito do Consumidor, não há regra específica e, portanto, nos termos do artigo 8º, parágrafo único, da CLT¹, valeria a aplicação da legislação comum, isto é, cível, para solucionar as hipóteses em que a pessoa jurídica transforma-se em óbice abusivo para a solvência do débito trabalhista.

À luz do Direito positivo, portanto, para se aplicar a desconsideração da personalidade jurídica só seria possível fazê-lo à luz do artigo 50, do Código Civil. Considerando, entretanto, que em regra o Direito do Trabalho discute verbas salariais, a jurisprudência ampliou as hipóteses de desconsideração, exemplificativamente:

Agravo de Instrumento. Responsabilidade do Sócio. Teoria da Desconsideração da Personalidade Jurídica. A teoria da desconsideração da personalidade jurídica tem aplicação no Direito do Trabalho sempre que não houver patrimônio da sociedade, quando ocorrer dissolução ou extinção irregular ou quando os bens não forem localizados, respondendo os sócios de forma pessoal e ilimitada, a fim de que não se frustrate a aplicação da lei e os efeitos do comando judicial executório. Por outro lado, para que o reclamado se beneficiasse do disposto no art.10 do Decreto 3.708/19, era necessário que comprovasse que o outro sócio excedeu do mandato ou que praticou atos com violação de contrato ou da lei, o que não é o caso. Agravo de Instrumento a que se nega provimento. (TST AIRR-22289-2002-900-09-00, 5ª. Turma, Relator Min. João Batista Brito Pereira).

Essa atitude que seria, num primeiro momento, louvável, vem se transformando numa nova prática de abuso. Sob o pretexto de liquidarem-se os débitos trabalhistas, abusa-se do uso da desconsideração da personalidade jurídica e limitam-se, sem qualquer autorização legislativa prévia, direitos igualmente fundamentais.

É o caso, por exemplo, da responsabilização de advogados que meramente representam os seus clientes, cumprindo as disposições constitucionais e legais, longe da prática de qualquer abuso ou confusão patrimonial, como os advogados societários que atendem aos preceitos do artigo 1.074, § 1º, do Código Civil:

1 Art. 8º – As autoridades administrativas e a Justiça do Trabalho, na falta de disposições legais ou contratuais, decidirão, conforme o caso, pela jurisprudência, por analogia, por equidade e outros princípios e normas gerais de direito, principalmente do direito do trabalho, e, ainda, de acordo com os usos e costumes, o direito comparado, mas sempre de maneira que nenhum interesse de classe ou particular prevaleça sobre o interesse público. Parágrafo único – O direito comum será fonte subsidiária do direito do trabalho, naquilo em que não for incompatível com os princípios fundamentais deste.

Art. 1.074. A assembléia dos sócios instala-se com a presença, em primeira convocação, de titulares de no mínimo três quartos do capital social, e, em segunda, com qualquer número.

§ 1º O sócio pode ser representado na assembléia por outro sócio, ou por advogado, mediante outorga de mandato com especificação dos atos autorizados, devendo o instrumento ser levado a registro, juntamente com a ata.

É comum, até mesmo inevitável, que em sociedades conformadas por sócios estrangeiros, a representação em assembleia seja feita por advogado. Aliás, a representação, nos termos da lei, *somente* pode ser feita por advogado. Trata-se do regular exercício da profissão, realizada de boa-fé e em atendimento às exigências legais.

A Justiça do Trabalho, no entanto, ao desconsiderar a personalidade da pessoa jurídica, não se limita a perseguir os sócios e administradores, mas atinge a todos os que tiveram os seus nomes lançados nas atas de assembleias, inclusive os que lá apenas laboravam, sem se beneficiar da inadimplência da pessoa jurídica. Inequivocamente um abuso de uma teoria que, paradoxalmente, nasce para coibir abusos.

Talvez um dos mais graves sintomas dessa indiferença pela sistemática legislativa seja a fundamentação lacônica dos julgados que, inclusive, dificulta a citação da casuística, pois a despeito das tentativas de demonstrar a imprecisão e ilegalidade da decisão, não raro os Tribunais se limitam a afirmar que “[...] *resta reconhecida a responsabilidade objetiva da então administradora para responder pela execução*” (TRT 2ª Região, 4ª Turma, RO 0025100-13.2010.5.02.0070, Desembargador Sérgio Winnik, DOE 20.10.2011).

A responsabilização dos procuradores, amiúde trabalhadores do Direito, é grave, mas não é o único dos excessos praticados pela desconsideração da personalidade jurídica na Justiça do Trabalho. A indiferença pela correspondência entre o período laborado pelo credor e a presença do afetado patrimonialmente na gestão da empresa e a indiferença em relação à limitação temporal da responsabilidade dos administradores que já deixaram a empresa, nos termos dos artigos 1.003 e 1.032, do Código Civil, são outros dois exemplos corriqueiros dos que se dedicam ao cotidiano forense.

A instrumentalização da desconsideração da personalidade jurídica é igualmente questionável. Não há a mínima uniformidade de procedimento na desconsideração da personalidade, na citação ou intimação do sócio ou administrador atingido, tampouco há consenso jurisprudencial sobre a medida defensiva cabível.

Não é incomum defrontar-se com preciosismos técnicos para dificultar o acesso à Justiça daqueles que foram indevidamente responsabilizados, basta lembrar que, quando assim deseja, a Justiça olvida a simplicidade do processo do trabalho, a instrumentalidade das formas e a fungibilidade recursal, para desconhecer embargos de terceiro e exigir embargos à execução ou vice-versa.

Inegavelmente, a elevação da desconsideração da personalidade jurídica à máxima potência promove insegurança jurídica e econômica. Afinal, há quem siga corretamente a legislação e seja, adiante, punido, independentemente de concorrer com abuso, fraude ou confusão patrimonial. Isso cria uma presunção de má-fé incompatível com a lógica jurídica e com as expectativas normativas indispensáveis para o desenvolvimento econômico-social, *conditio sine qua non* para a existência dos (bons) empregos e, portanto, do próprio Direito do Trabalho.

Na origem dessa indiferença pelo Direito positivado encontra-se uma equivocada concepção de que a interpretação jurídica está alijada de quaisquer limites semânticos e contextuais, ou seja, de que o juiz está livre para dizer qualquer coisa sobre qualquer coisa. Bastaria ao juízo invocar princípios genéricos e, na sequência, desprezar as regras devidamente legisladas, absolutamente vigentes e válidas – isso para não discutir neste espaço as insuficiências probatórias de cada decisão.

Nesse contexto, não surpreende que o ativismo e a judicialização sejam dois dos temas que mais frequentam as grandes discussões da teoria jurídica, especialmente a brasileira. Há uma indisfarçável preocupação com o acentuado protagonismo do Poder Judiciário. A formação de “uma ‘juristocracia’ (ou judiciariocracia) não pode ser analisada como uma consequência exclusiva da vontade de poder, mas, ao mesmo tempo, deve-se levar em consideração a intrincada relação interinstitucional entre os três poderes”. Em síntese, todas essas questões apontam para um acentuado protagonismo do Poder Judiciário no contexto político atual (STRECK, 2013).

Lenio Streck, apoiado em Ran Hirschl (*Towards Juristocracy: The Origins and Consequences of the New Constitutionalism*), aponta que o ativismo judicial no Brasil “atingiu a megapolítica (ou, a política pura, como o autor gosta de mencionar)”. O cerne da questão, no entanto, não reside especificamente na intensidade da judicialização da política, não se trata de refletir detidamente a respeito “do ‘quanto de judicialização’, mas ‘como as questões judicializadas’ devem ser decididas” (STRECK, 2013). Este é o tipo de controle que deve ser exercido e o método de controle é inegavelmente a Constituição – e, por certo, a legislação constitucionalmente adequada aditada sob a sua égide.

A sobreposição da livre convicção dos juízes sobre todos os demais poderes contradiz todos os avanços democráticos, econômicos e sociais do Ocidente. Se a Constituição nasce como limite aos poderes dos reis soberanos, não pode agora converter-se no instrumento das garantias até então asseguradas – ainda e especialmente quando elas divergem de uma determinada ideologia ou preferência política.

Em síntese, um juiz do trabalho que discorde de uma garantia empresarial não pode e não deve suprimi-la hermeneuticamente, da mesma forma que um magistrado

perfilhado com os ideais empresariais não está autorizado a suprimir uma garantia social por considerá-la inadequada aos seus próprios valores.

O ativismo judicial representa um risco para a representação política, até porque uma ofensa à Constituição por parte do Poder Judiciário sempre é mais grave do que qualquer outra desferida por qualquer dos outros Poderes, porque é ao Judiciário que cabe sua guarda. Quem nos salvará se não há mais salvadores? Ou pior: quem nos salvará dos salvadores? (STRECK, 2013)

Como conclui Streck, “não dá para dourar a pílula”. A advocacia, o Ministério Público e especialmente a doutrina jurídica brasileira precisam refletir e deixar de ser caudatária das decisões. A produção crítica não pode ser feita para louvar ou repetir a jurisprudência, mas especialmente para influenciar e, se necessário, denunciar a inversão de valores e institutos jurídicos. Não é a jurisprudência quem deve dizer o que é o Direito, mas o Direito que deve determinar como deve ser a jurisprudência.

Parafraseando Streck. “se fôssemos médicos e estaríamos ignorando coisas mínimas da ciência médica e nossos pacientes estariam morrendo”. Não há segurança jurídica mínima para o desenvolvimento das relações sociais – econômicas ou não – se tolerarmos que a vontade de um magistrado sobreponha-se ao consenso editado pelos representantes populares. Não há como concordar que se acolha a aplicação dos institutos jurídicos de acordo com a conveniência político-pessoal de cada juiz, turma ou tribunal.

A convivência com práticas jurisprudenciais que se sobrepõem à Constituição e à legislação que a regulamenta poderá, em breve, desaguar numa legislação que pretenda *commonlizar* o processo, como já tenciona fazer o Projeto do Código de Processo Civil.

Quem pensa, produz e pratica o Direito não pode adotar um silêncio conveniente, mas denunciar os excessos e resguardar os limites, competências e valores que constroem a ordem jurídica brasileira, assegurando que haja condições democráticas para o desenvolvimento econômico e social. Caso contrário, como já advertiu o ilustre constitucionista, seremos os médicos responsáveis pela morte de nossos pacientes.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

COELHO, Fábio Ulhoa. **Desconsideração da personalidade jurídica**. São Paulo: RT, 1989.

_____. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 2002. CORREIA, Ticiania Benevides Xavier. A desconsideração da personalidade jurídica no Direito do Trabalho. In: **Revista do Tribunal Regional do Trabalho da 6ª Região/PE**, n. 33/05.

NERY JUNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. **Código Civil comentado**. 9. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2004. Vol. I.

STRECK, Lenio Luiz. O ativismo judicial existe ou é imaginação de alguns? **Revista Consultor Jurídico**, 13 de junho de 2013. Disponível em: <http://www.conjur.com.br/2013-jun-13/senso-incomum-ativismo-existe-ou-imaginacao-alguns>

A DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA E SEU IMPACTO NO AMBIENTE DE NEGÓCIOS BRASILEIRO

Anna Clements Mannarino

Advogada do Departamento de Investimento em Fundos do BNDES

André Aguiar Estellita

Gerente Jurídico do Departamento de Investimento em Fundos do BNDES

Fernando Ceschin Rieche

Gerente do Departamento de Investimento em Fundos do BNDES¹

1. O INSTITUTO DA PESSOA JURÍDICA

Existem diversas teorias que buscam explicar a personificação das sociedades, dentre as quais se destacam as que entendem que a personalidade jurídica nesses casos é uma criação do legislador, uma ficção jurídica criada para atender às necessidades humanas (Teoria da Ficção ou da Entidade, apresentada por Friedrich Carl von Savigny) e, em sentido oposto, aquelas que estabelecem que a pessoa jurídica é um ente autônomo e distinto de seus membros, possuidor de vontade própria e sujeito de direitos e obrigações, assim como acontece com as pessoas físicas (Teoria Orgânica ou da Realidade, desenvolvida por Otto Friedrich von Gierke).

Independentemente da teoria que se adote, é possível verificar que o reconhecimento de personalidade jurídica às sociedades, de forma autônoma à de seus sócios, surgiu como uma maneira de incentivar o desenvolvimento de atividades econômicas produtivas, possibilitando, assim, o aumento da arrecadação de tributos e da geração de empregos, além do desenvolvimento econômico e social das comunidades. Isso porque a criação de um ente autônomo, com direitos e obrigações próprias, e que não se confunde com

¹ Esse artigo é de exclusiva responsabilidade dos seus autores, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES. Os autores agradecem os comentários feitos por Rafael Campos de Mattos, Walter Pereira Bastos Neto e Hugo Mendes Martins.

a pessoa de seus membros, viabiliza a comunhão de esforços e de recursos econômicos para realizar atividades produtivas que não seriam possíveis de serem realizadas individualmente. Nesse sentido, Lamartine Corrêa² afirma que tem a pessoa jurídica as funções principais de agrupar pessoas, de limitar os riscos empresariais e de vincular determinados bens ao serviço de certas finalidades socialmente relevantes.

Raquel Sztajn³ entende que o “efeito maior da personificação das sociedades é, sem dúvida, o da personificação perfeita, criando um novo e diferente sujeito de direito de que decorre a separação entre patrimônio da sociedade e patrimônios dos sócios, e de que deriva a limitação da responsabilidade patrimonial dos sócios em face das obrigações da sociedade”⁴.

Assim, pode-se afirmar que a pessoa jurídica é um importante instrumento da economia de mercado e que o reconhecimento de sua autonomia patrimonial é fundamental para o regular funcionamento da sociedade contemporânea e para o seu desenvolvimento econômico e social. Porém, apesar disso, esse instituto não pode ser utilizado para validar situações que envolvam fraude à lei ou abuso de direito. Conforme afirmou Tullio Ascarelli⁵, “a constituição da sociedade e a teoria da pessoa jurídica não devem constituir um meio para elidir o funcionamento das normas jurídicas”. A fim de coibir o uso indevido da pessoa jurídica, foi criada a teoria da desconsideração da personalidade jurídica, que será detalhada no próximo item deste artigo.

2. A TEORIA DA DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA

2.1. Fundamentos da Teoria

Apesar de, como já dito, a personalidade jurídica das sociedades ser um importante instrumento para o exercício da atividade empresarial, a autonomia patrimonial não deve ser tratada como um dogma intransponível que possa vir a ser utilizado para legitimar atos contrários à lei e à própria finalidade do instituto da pessoa jurídica. Desta forma, quando os propósitos legítimos da constituição de uma sociedade são desvirtuados, a

2 OLIVEIRA, José Lamartine Corrêa de. *A dupla crise da pessoa jurídica*. São Paulo: Saraiva, 1979.

3 SZTAJN, Raquel. *Sobre a desconsideração da personalidade jurídica*. Revista dos Tribunais, ano 88, volume 762, abril de 1999, p. 81-97.

4 Cabe mencionar que, no direito brasileiro, a limitação da responsabilidade dos sócios só é aplicável às sociedades limitadas (nos termos do artigo 1.052 do Código Civil) e às sociedades anônimas (conforme artigo 1º da Lei nº 6.404/1976) regularmente constituídas. Nos demais tipos societários (que são muito pouco utilizados) e nas sociedades irregulares, a responsabilidade dos sócios é ilimitada.

5 ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945.

separação patrimonial entre a pessoa jurídica e os seus membros pode ser afastada no caso concreto para possibilitar a correta aplicação da lei.

Nesse contexto, a desconsideração é, pois, uma maneira de adequar a pessoa jurídica aos fins para os quais ela foi criada, já que o desvio da função da sociedade faz com que deixe de existir razão para a separação patrimonial, de forma que, nos casos em que a personalidade jurídica seja utilizada para evitar o cumprimento de obrigações, com abuso de direito ou em fraude à lei, seja possível alcançar o patrimônio dos sócios para fazer cumprir as obrigações societárias. Conforme mencionado por Alexandre Couto Silva⁶, a teoria da desconsideração não visa destruir ou questionar o princípio de separação da personalidade jurídica da sociedade dos sócios, mas, simplesmente, funciona como mais um reforço ao instituto da pessoa jurídica, adequando-o a novas realidades econômicas e sociais e evitando que seja utilizado pelos sócios como forma de encobrir distorções em seu uso.

Pelo acima descrito, é possível afirmar que a desconsideração da personalidade jurídica da sociedade deve ocorrer de forma excepcional, para permitir, momentaneamente, que sejam atingidos os bens dos sócios, de modo a privilegiar a boa-fé nas relações privadas, afastando as hipóteses de abuso de direito e de fraude à lei. A regra é que prevaleça a autonomia patrimonial e a exceção é a sua desconsideração, que não visa a anular a personalidade jurídica em toda a sua extensão, mas apenas declarar a sua ineficácia no caso concreto. Nesse sentido, Fábio Ulhoa Coelho⁷ estabelece que “a aplicação da teoria da desconsideração não implica a anulação ou o desfazimento do ato constitutivo da sociedade empresária, mas apenas a sua ineficácia episódica”.

Cabe aqui mencionar que a teoria da desconsideração da personalidade jurídica não se confunde com as hipóteses em que o legislador prevê a responsabilidade pessoal dos sócios, administradores e diretores que atuam com excesso de poderes, em violação à lei ou ao estatuto/contrato social⁸. Isso porque, nesses casos, a própria legislação já prevê a responsabilidade civil dos sócios, administradores e diretores, não havendo que se falar em desconsideração nesses casos, já que não há desvirtuamento da finalidade da pessoa jurídica, mas sim pessoas físicas que atuaram de maneira ilícita e, por isso, têm responsabilidade pessoal. Da mesma forma, Alexandre Couto Silva⁹ afirma que “a personalidade jurídica e a responsabilidade são figuras diferentes, não havendo qualquer margem para vincular a personalidade jurídica à exclusão de responsabilidade do sócio”.

6 SILVA, Alexandre Couto. *Aplicação da desconsideração da personalidade jurídica no direito brasileiro*. São Paulo: LTR, 1999.

7 COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa*. São Paulo: Saraiva, 2014.

8 Como exemplo de hipóteses de responsabilidade dos sócios, administradores e diretores no direito brasileiro pode-se citar o disposto nos art. 117 e 158 da Lei nº 6.404/1976, art. 135 do Código Tributário Nacional e art. 1.080 do Código Civil.

9 SILVA, Alexandre Couto. *Desconsideração da personalidade jurídica: limites para sua aplicação*. Revista dos Tribunais, ano 89, volume 780, outubro de 2000, p. 47-58.

2.2. Origem Histórica

A teoria da desconsideração da personalidade jurídica (*disregard doctrine*) teve origem nas decisões jurisprudenciais do direito anglo-saxão (*Common Law*), sendo o caso *Bank of United States v. Deveaux* o primeiro no qual esse conceito foi utilizado¹⁰. Esse caso foi julgado nos EUA pelo juiz Marshall em 1809, e nele foi “levantado o véu” da pessoa jurídica (*lifting the corporate veil*) e foram consideradas no julgamento as características individuais dos sócios (sem, ainda, que a desconsideração da personalidade jurídica fosse expressamente citada). Outro caso famoso sobre o tema foi o *Salomon v. Salomon & Co. Ltd.*, julgado na Inglaterra em 1897. Nesse caso, os credores da *Salomon & Co. Ltd.* buscaram uma indenização pessoal de Aaron Salomon (principal sócio da sociedade) após a companhia ter entrado em liquidação. Apesar de a decisão final da Câmara dos Lordes¹¹ ter prestigiado a autonomia patrimonial da sociedade regularmente constituída, reformando a decisão das instâncias inferiores, o juízo de primeiro grau e a Corte de apelação desconsideraram a personalidade da companhia, impondo a Aaron Salomon a responsabilidade pelos débitos da sociedade, sendo essa uma das sementes jurisprudenciais da *disregard doctrine*.

Na doutrina, um dos primeiros autores a escrever sobre a teoria da desconsideração da personalidade jurídica como forma de evitar a utilização da pessoa jurídica para fins diversos daqueles tipicamente previstos na legislação foi o jurista norte-americano Maurice Wormser, autor do texto *Piercing the Veil of Corporate Entity*, publicado inicialmente em 1912. No Brasil, merece destaque o artigo elaborado por Rubens Requião¹², publicado em 1969 sob o título “Abuso de Direito e Fraude através da Personalidade Jurídica”¹³.

2.3. A Desconsideração no Ordenamento Jurídico Brasileiro

Apesar de a teoria da desconsideração da personalidade jurídica ser discutida em diversos países do mundo desde o século XIX e de já vir sendo utilizada pelos tribunais brasileiros desde a década de 1960 (principalmente após a publicação do artigo do prof. Rubens Requião acima citado), ela só foi expressamente positivada no ordenamento jurídico brasileiro

10 KOURY, Suzy Elizabeth Cavalcante. *A Desconsideração da Personalidade Jurídica (disregard doctrine) e os Grupos de Empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

11 Apesar de atualmente a Câmara dos Lordes executar apenas funções legislativas, até a reforma constitucional do Reino Unido ocorrida no início do séc. XXI, esse órgão mantinha também poderes judiciais, sendo a mais alta corte de apelação para a maioria dos processos no Reino Unido. Após a reforma, as funções judiciais da Câmara dos Lordes foram transferidas à Corte Suprema do Reino Unido.

12 REQUIÃO, Rubens. *Abuso de direito e fraude através da personalidade jurídica*. Revista dos Tribunais, ano 58, volume 410, dezembro de 1969, p. 12-24.

13 Além das obras acima citadas, também merecem destaque as obras *Aparencia y Realidad en las Sociedades Mercantiles – El Abuso de Derecho por Medio de la Persona Jurídica*, de Rolf Serick, publicada em alemão em 1953, e a obra *Il superamento della Personalità Giuridica delle Società di Capitalli nella “Common Law” e nella “Civil Law”*, do jurista italiano Piero Verrucoli, publicada em 1964.

em 1990, com a promulgação do Código de Defesa do Consumidor (Lei nº 8.078/1990). O *caput* do artigo 28 desse diploma legal e seu § 5º estabelecem que:

“**Art. 28** – O juiz poderá desconsiderar a personalidade jurídica da sociedade quando, em detrimento do consumidor, houver abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social. A desconsideração também será efetivada quando houver falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocados por má administração

(...)

§ 5º Também poderá ser desconsiderada a pessoa jurídica sempre que sua personalidade for, de alguma forma, obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados aos consumidores.”

Esse dispositivo sempre foi muito criticado pela doutrina, já que, dentre os fundamentos ensejadores da desconsideração, foram incluídas hipóteses caracterizadoras de responsabilização direta do administrador ou do sócio por eventual dano causado (sem que haja a necessidade de que a personalidade jurídica seja desconsiderada), como a atuação com excesso de poderes, a infração à lei e a violação do estatuto ou contrato social.

O disposto no § 5º do citado artigo também é objeto de críticas por grande parte dos autores, que afirmam que o fato de a simples existência de prejuízo patrimonial suportado pelo consumidor possa autorizar a desconsideração da personalidade jurídica contraria os fundamentos teóricos da desconsideração, que só autoriza que a autonomia patrimonial seja desprezada para coibir fraudes ou abuso de direito¹⁴. Cabe, porém, mencionar que, no julgamento do REsp 279.273/SP (Relator: Ministra Nancy Andrighi) pelo Superior Tribunal de Justiça – STJ, que apreciou o caso da explosão do Shopping Center de Osasco (SP), prevaleceu o entendimento de que, nas relações de consumo, a personalidade jurídica da sociedade pode ser desconsiderada caso fique provado que a mera existência da pessoa jurídica constitui obstáculo ao ressarcimento dos prejuízos causados aos consumidores.

A segunda lei brasileira a fazer menção expressa à desconsideração da personalidade jurídica foi a Lei nº 8.884/1994 (conhecida como Lei Antitruste), em seu artigo 18. Essa lei foi revogada pela Lei nº 12.529/2011 e, atualmente, a matéria encontra-se disciplinada no artigo 34 desse diploma legal, que determina que “a personalidade jurídica do responsável por infração da ordem econômica poderá ser desconsiderada quando houver, da parte deste, abuso de direito, excesso de poder, infração da lei, fato ou ato ilícito ou violação dos estatutos ou contrato social”. O parágrafo único desse dispositivo estabelece que “a desconsideração também será efetivada quando houver falência,

14 COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa*. São Paulo: Saraiva, 2014.

estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocados por má administração”.

A Lei de Crimes Ambientais (Lei nº 9.605/1998) também disciplinou a desconsideração da personalidade jurídica, prevendo, em seu artigo 4º, que “poderá ser desconsiderada a pessoa jurídica sempre que sua personalidade for obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados à qualidade do meio ambiente”.

Por fim, com a edição do Código Civil de 2002, a teoria da desconsideração passou a ser recepcionada no ordenamento jurídico brasileiro de forma mais abrangente, já que o artigo 50 desse diploma estabelece que:

“**Art. 50** – Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica.”

Visto isso, pode-se afirmar que a teoria maior da desconsideração da personalidade jurídica é a regra geral no direito brasileiro. Essa teoria determina que, para que haja o afastamento da autonomia patrimonial da sociedade, deve haver comprovação de desvio de finalidade (teoria subjetiva da desconsideração, que abrange as hipóteses de fraude à lei e de abuso de direito) ou de confusão patrimonial (teoria objetiva da desconsideração). Já a teoria menor da desconsideração, acolhida por alguns ramos do ordenamento jurídico brasileiro de forma excepcional, como é o caso do Direito do Consumidor e do Direito Ambiental, estabelece que a personalidade jurídica pode ser desconsiderada com a mera demonstração de que a pessoa jurídica encontra-se insolvente com o cumprimento de suas obrigações, independentemente da existência de desvio de finalidade ou de confusão patrimonial, por entender que o risco empresarial normal às atividades econômicas não pode ser suportado por terceiros, mas sim pelos sócios e/ou administradores da sociedade.

É importante registrar que, em maio de 2014, foi aprovado, pela Comissão de Constituição e Justiça e de Cidadania da Câmara dos Deputados e remetido ao Senado Federal, o Projeto de Lei nº 3.401/2008, que “disciplina o procedimento de declaração judicial de desconsideração da personalidade jurídica e dá outras providências”. Esse Projeto de Lei visa, dentre outros aspectos, assegurar o contraditório e a ampla defesa àqueles que possam vir a ser atingidos pela desconsideração da personalidade jurídica, instituindo um rito procedimental para as hipóteses de desconsideração, de modo a trazer segurança e estabilidade às relações jurídicas empresariais. Estabelece que a desconsideração não poderá ser decretada de ofício pelo juiz e veda a sua aplicação por analogia ou interpretação extensiva. Prevê também que a mera inexistência ou insuficiência de patrimônio para o pagamento de obrigações contraídas pela pessoa

jurídica não autoriza a desconsideração da personalidade jurídica quando ausentes os pressupostos legais. Ademais, determina também que os efeitos da decretação da desconsideração da personalidade jurídica não atingirão os bens particulares daqueles que não tenham praticado ato abusivo da personalidade em detrimento dos credores da pessoa jurídica e em proveito próprio.

2.4. Posição Jurisprudencial sobre a Desconsideração da Personalidade Jurídica

A jurisprudência dominante do Superior Tribunal de Justiça – STJ a respeito da desconsideração da personalidade jurídica estabelece, como regra geral, que essa teoria constitui uma exceção à regra da autonomia patrimonial e, assim sendo, só pode ser aplicada quando for comprovado que houve abuso de direito ou fraude à lei. O STJ entende que a insuficiência de patrimônio social não é requisito suficiente para autorizar a desconsideração da personalidade jurídica e o conseqüente avanço sobre o patrimônio particular dos sócios. Isso depende da prova de que houve abuso de direito, seja no caso de desvio de finalidade da pessoa jurídica ou de haver confusão patrimonial entre os bens dos sócios e da sociedade. A seguir, são apresentadas ementas que reforçam a posição do STJ aqui descrita:

“PROCESSO CIVIL. AÇÃO EXECUTIVA. DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA. NÃO DECLARAÇÃO. EXECUÇÃO PROPOSTA CONTRA SÓCIOS NÃO DEVEDORES. INDENIZAÇÃO POR DANOS MATERIAIS E MORAIS.

1. *A regra legal a observar é a do princípio da autonomia da pessoa coletiva, distinta da pessoa de seus sócios ou componentes, distinção que só se afasta provisoriamente e tão só em hipóteses pontuais e concretas.*

2. *A ‘disregard doctrine’ existe como meio de estender aos sócios da empresa a responsabilidade patrimonial por dívidas da sociedade. Todavia, sua aplicação depende da verificação de que a personalidade jurídica esteja servindo como cobertura para abuso de direito ou fraude nos negócios e atos jurídicos (art. 50 do Código Civil). Essa teoria não pode servir como justificativa para que o credor de título executivo judicial ajuíze, a seu alvedrio, ação executiva contra os sócios de empresa sem que eles sejam devedores. (...)*”

(REsp 1245712 / MT – Relator: Ministro João Otávio de Noronha)

“CIVIL. DISSOLUÇÃO IRREGULAR DA SOCIEDADE EMPRESÁRIA. DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA. AUSÊNCIA DE INDÍCIOS DO ABUSO DA PERSONALIDADE. ART. ANALISADO: 50, CC/02.

(...)

2. *Discute-se se o encerramento irregular da sociedade empresária, que não deixou bens suscetíveis de penhora, por si só, constitui fundamento para a desconsideração da personalidade jurídica.*

3. *A criação de uma sociedade de responsabilidade limitada visa, sobretudo, à limitação para os sócios dos riscos da atividade econômica, cujo exercício, por sua vez, a todos interessa, na medida em que incentiva a produção de riquezas, aumenta a arrecadação de tributos, cria empregos e gera renda, contribuindo, portanto, com o desenvolvimento socioeconômico do País.*

4. *No entanto, o desvirtuamento da atividade empresarial, porque constitui verdadeiro abuso de direito dos sócios e/ou administradores, é punido pelo ordenamento jurídico com a desconsideração da personalidade jurídica da sociedade, medida excepcional para permitir que, momentaneamente, sejam atingidos os bens da pessoa natural, de modo a privilegiar a boa-fé nas relações privadas.*

5. *A dissolução irregular da sociedade não pode ser fundamento isolado para o pedido de desconsideração da personalidade jurídica, mas, aliada a fatos concretos que permitam deduzir ter sido o esvaziamento do patrimônio societário ardilosamente provocado de modo a impedir a satisfação dos credores em benefício de terceiros, é circunstância que autoriza induzir existente o abuso de direito, consubstanciado, a depender da situação fática delineada, no desvio de finalidade e/ou na confusão patrimonial.*

6. *No particular, tendo a instância ordinária concluído pela inexistência de indícios do abuso da personalidade jurídica pelos sócios, incabível a adoção da medida extrema prevista no art. 50 do CC/02.*

7. *Recurso especial parcialmente conhecido e, nessa parte, desprovido.”*

(REsp 1395288 / SP – Relator: Ministra NANCY ANDRIGHI)

Ao contrário do entendimento do STJ, pelo qual prevalece a aplicação, como regra geral, da teoria maior da desconsideração da personalidade jurídica, a Justiça do Trabalho comumente utiliza a teoria menor, de forma a alcançar os bens particulares dos sócios para efetivar o pagamento de dívidas trabalhistas da sociedade, quando esta não possui bens suficientes para fazer jus a essas obrigações. Sobre essa questão, é importante mencionar que, ao contrário do que acreditam alguns doutrinadores, o disposto no § 2º do artigo 2º da Consolidação das Leis do Trabalho¹⁵ não autoriza a desconsideração. Com isso, a Justiça do Trabalho geralmente aplica, de forma analógica, o disposto no § 5º do art. 28 do Código de Defesa do Consumidor para justificar a desconsideração da personalidade jurídica sempre que os bens da sociedade não forem suficientes para quitar as dívidas trabalhistas (independentemente de haver fraude ou abuso de direito).

Como exemplo desse posicionamento da Justiça do Trabalho, pode-se citar o seguinte trecho de acórdão que ensejou a propositura de agravo de instrumento em recurso de revista (AIRR-113040-71.1995.5.02.0060. Relator: Ministro Márcio Eurico Vitral Amaro):

“Cabível, igualmente, a aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica – disregard of legal entity – que autoriza o redirecionamento da execução contra o seu patrimônio se constatado, conforme consignado na decisão agravada (fl. 564), ‘nos autos principais que as empresas executadas não possuem patrimônio, sendo que até mesmo a penhora on line em contas bancárias resultou infrutífera.’”

No mesmo sentido, no julgamento de ação rescisória contra acórdão proferido em agravo de petição que mantém a desconsideração da personalidade jurídica de sociedade executada (ROAR-727179-44.2001.5.03.5555. Relator: Ministro João Oreste Dalazen), o Tribunal Superior do Trabalho – TST determinou que:

“A responsabilidade patrimonial da sociedade pelas dívidas trabalhistas que contrair não exclui, excepcionalmente, a responsabilidade patrimonial pessoal do sócio, solidária e ilimitadamente, por dívida da sociedade, em caso de violação à lei, fraude, falência, estado de insolvência ou, ainda, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocados por má administração”.

O acórdão que ensejou tal ação rescisória estabeleceu que “aplica-se, por analogia, o comando do art. 28 da aludida Lei nº 8.078/90 no âmbito do Direito do Trabalho, em que os créditos trabalhistas não devem ficar a descoberto, precipuamente nos casos em

15 “§ 2º – Sempre que uma ou mais empresas, tendo, embora, cada uma delas, personalidade jurídica própria, estiverem sob a direção, controle ou administração de outra, constituindo grupo industrial, comercial ou de qualquer outra atividade econômica, serão, para os efeitos da relação de emprego, solidariamente responsáveis a empresa principal e cada uma das subordinadas”.

que se constatar ‘falência, estado de insolvência, encerramento ou inatividade da pessoa jurídica provocados por má administração’”.

3. O AMBIENTE DE NEGÓCIOS BRASILEIRO E OS POSSÍVEIS IMPACTOS DA UTILIZAÇÃO EXCESSIVA DA TEORIA DA DESCONSIDERAÇÃO

A Pesquisa GEM Brasil 2013¹⁶, que é parte do Projeto *Global Entrepreneurship Monitor*¹⁷, constatou que 32,2% da população brasileira entre 18 e 24 anos (cerca de 40 milhões de pessoas) está envolvida na criação ou administração de algum tipo de negócio, o que demonstra o crescimento do empreendedorismo no País.

Apesar disso, diferentes estudos têm mostrado, de forma consistente, que o Brasil, a despeito de figurar como uma das maiores economias do mundo, apresenta resultados pouco expressivos em se tratando de competitividade da economia, facilidade de fazer negócios e empreendedorismo.

Pelo “Relatório da Competitividade Global” do Fórum Econômico Mundial (WEF, na sigla em inglês), que avaliou a situação de 144 países, o Brasil ocupa o 57º lugar¹⁸. Se, por um lado, o Brasil possui um grande mercado, por outro, uma série de motivos são normalmente citados como determinantes para a dificuldade em fazer negócios no país, tais como regras tributárias, legislação trabalhista restritiva, oferta inadequada de infraestrutura, carga tributária, entre outros.

Para reduzir as dificuldades acima mencionadas e possibilitar a melhoria da competitividade do Brasil, é necessário aumentar o volume de investimentos na economia. Os investidores, de um modo geral, consideram em sua análise a exposição máxima, em termos de potencial de perda de capital, a que estarão sujeitos quando decidem investir em um determinado projeto. Destaca-se que o obstáculo ao investimento é a incerteza em relação ao montante do prejuízo e não a possibilidade de perda do valor investido. Além disso, os investidores estrangeiros tendem a analisar os mercados internacionais

16 Esse estudo foi conduzido pelo Instituto Brasileiro de Qualidade e Produtividade – IBQP, com o apoio do Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas – SEBRAE e do Centro de Empreendedorismo e Novos Negócios da Fundação Getúlio Vargas.

17 O Projeto *Global Entrepreneurship Monitor*, iniciado em 1999 por meio de uma parceria da London Business School e o Babson College, abrange atualmente 68 países, cobrindo 75% da população global e 89% do PIB mundial. Esse projeto tem como objetivo compreender o papel do empreendedorismo no desenvolvimento econômico dos países e permite identificar os fatores críticos que contribuem ou inibem a iniciativa empreendedora em cada país.

18 A título de comparação, segue a classificação de alguns países: Suíça (1º); Singapura (2º); Estados Unidos (3º); Finlândia (4º); Alemanha (5º); China (28º); Rússia (53º); África do Sul (56º); Índia (71º).

de forma comparativa e alocar seus recursos nos países que apresentam a melhor relação risco-retorno.

Ainda em relação à facilidade de se fazer negócios em diferentes países, cabe mencionar o projeto “Doing Business”¹⁹, que examina pequenas e médias empresas nacionais e analisa as regulamentações aplicadas a elas durante seu ciclo de vida. Com isso, reúne e analisa dados quantitativos abrangentes para comparar ambientes regulatórios de empresas em várias economias ao longo do tempo. Em geral, as economias com bom desempenho nesta análise são aquelas cujas regulamentações são claras e que não criam obstáculos para o desenvolvimento do setor privado²⁰. De acordo com o ranking elaborado pelo “Doing Business 2014”, o Brasil ocupa a 116ª posição (de um total de 189 países analisados).

De acordo com um estudo realizado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE em 2011 (“Demografia das Empresas”), nesse ano, as saídas de empresas do mercado representaram cerca de 19% do total de empresas ativas constantes do Cadastro Central de Empresas – CEMPRES, o que vale dizer que 864 mil empresas encerraram suas atividades no período. Esse estudo constatou que existe uma relação direta entre o porte das empresas e a sua taxa de sobrevivência. Adicionalmente, o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas – SEBRAE divulgou, em 2013, um estudo denominado “Sobrevivência das Empresas no Brasil”, que concluiu que, tomando como referência as empresas brasileiras constituídas em 2007 e as informações disponíveis sobre essas empresas na Secretaria da Receita Federal até 2010, a taxa de sobrevivência das empresas com até dois anos de atividade foi de 75,6%.

Um dos principais motivos apontados pelo SEBRAE para o encerramento precoce das atividades das micro e pequenas empresas no Brasil é a falta de capital de giro para a continuidade de seus negócios. Como essas empresas usualmente têm dificuldades em acessar crédito nas principais instituições financeiras, uma alternativa para financiar suas atividades é o estímulo ao investimento em capital de risco no Brasil (que pode ser realizado através de participação societária direta ou via fundos de investimento)²¹.

19 “Doing Business 2014”, índice que compara a regulamentação de negócios para empresas nacionais em 189 países. Mais informações em <http://www.doingbusiness.org>.

20 Várias economias bem classificadas têm governos com presença importante na economia, com uma regulamentação relevante em diversos setores. O que diferencia tais economias é o fato de ter regras claras. De fato, as regulamentações de negócios inteligentes (“SMART”, na sigla em inglês), são definidas pelo “Doing Business” como aquelas que apresentam as seguintes características: são Simples, alcançando o resultado esperado da forma mais eficiente; são Mensuráveis, com um impacto positivo mensurável na facilitação de interações no mercado; são Adaptáveis às mudanças no ambiente de negócios; são Relevantes, sendo proporcionais ao problema a que se destinam resolver; e, por fim, são Transparentes, sendo claras e acessíveis a qualquer pessoa que precise usá-las.

21 Capital de risco é uma forma de financiamento que envolve a participação, através da aquisição de ações ou de outros valores mobiliários, de empresas ou empreendimentos com alto potencial de crescimento, visando rentabilidade acima das alternativas disponíveis no mercado financeiro. É uma modalidade de financiamento que pressupõe a aceitação de um alto risco em troca da perspectiva de um alto retorno no futuro.

O aumento dos investimentos em *venture capital*, como é chamado o investimento em empresas em estágio inicial, com potencial de geração de receitas e lucros ainda incerto, e possivelmente dependente de um produto, tecnologia ou mercado que não tenha sido inteiramente testado como proposição de negócios, pode viabilizar o desenvolvimento do ambiente de negócios no Brasil, em especial em relação às micro e pequenas empresas.

Dados históricos internacionais²² revelam que os investimentos na indústria de capital de risco geram impactos positivos na economia, pois as empresas investidas representam participação relevante no PIB e na geração de empregos no setor privado, apresentam taxas de crescimento, de receitas e número de funcionários superior à média da economia e contribuem para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Apesar de o montante total de recursos destinados a investimentos na indústria de *venture capital* no Brasil ter crescido a taxas expressivas nos últimos anos, esse montante ainda está muito abaixo do observado em outros países por diversos fatores, dentre os quais se pode citar o risco de responsabilização do investidor por débitos das sociedades investidas. Nesse contexto, espera-se que a mitigação do risco de desconsideração da personalidade jurídica nos casos em que não seja constatada fraude ou abuso de direito permita, em combinação com outras reformas, tornar a economia brasileira mais atrativa para os investidores da indústria de *venture capital*.

4. CONCLUSÃO

Com base no que foi exposto acima, é possível dizer que a utilização da Teoria Menor da Desconsideração da Personalidade Jurídica representa um desestímulo à atividade empresarial e à atração de investidores, especialmente em relação ao ambiente das empresas emergentes, no qual a segurança jurídica representa um fator relevante na escolha dos investidores.

A diminuição do risco de os empreendedores e os investidores terem que responder com seu patrimônio pessoal pelas dívidas societárias, principalmente nas hipóteses em que não participem de qualquer ato que possa ensejar desvio da finalidade da pessoa jurídica, é uma importante medida (dentre diversas outras necessárias) para incentivar o desenvolvimento da indústria de capital de risco no Brasil, atraindo mais investidores para essa indústria.

Sendo assim, não obstante a polêmica que envolve o tema e considerando a opinião aqui já destacada do próprio STJ de que a responsabilidade limitada visa, sobretudo, à limitação para os sócios dos riscos da atividade econômica, cujo exercício, por sua vez, a todos

²² Fonte: National Venture Capital Association – NVCA e British Private Equity and Venture Capital Association – BVCA.

interessa, na medida em que incentiva a produção de riquezas, aumenta a arrecadação de tributos, cria empregos e gera renda, contribuindo, portanto, com o desenvolvimento socioeconômico do País, deve-se indagar se medidas devem ser tomadas em busca da maior proteção para os sócios e empreendedores e quais medidas seriam estas.

Nesta esteira, o Projeto de Lei nº 3.401/2008 traz avanços ao esclarecer que os efeitos da desconsideração da personalidade jurídica não atingirão os bens particulares de membro, instituidor, sócio ou administrador que não tenha praticado ato abusivo da personalidade em detrimento de credores da pessoa jurídica e em proveito próprio.

Contudo, este projeto, por si só, pode não ser suficiente para possibilitar uma maior atração de investidores e um fomento ao empreendedorismo. Tal objetivo poderia ser alcançado, caso se concluísse realmente pela necessidade de uma maior segurança jurídica para o investimento em capital empreendedor, com um trabalho de conscientização dos setores do Poder Judiciário que adotam como regra a Teoria Menor ou com a alteração de leis específicas de determinados ramos do direito, que confirmem que para haver a desconsideração deve haver abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial.

Assim, pode-se concluir que o uso indiscriminado da teoria menor da desconsideração da personalidade jurídica representa um desestímulo ao empreendedorismo no País, bem como dificulta a atração de investidores, principalmente para aportar recursos em empresas emergentes (em desenvolvimento), já que, nesse ambiente de negócios, a segurança jurídica é um fator relevante para a decisão de investimento.

INVESTIMENTO E INSERÇÃO EM CADEIAS GLOBAIS DE VALOR: EM BUSCA DO ELO PERDIDO

Cássio Marx Rabello da Costa

Líder de Projetos da Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – ABDI²³

1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, com o processo de internacionalização de negócios, empresas e setores industriais vêm deixando de se posicionar como entidades delimitadas nacionalmente, passando a atuar em redes complexas de negócios globalmente distribuídas. Em função disso, os países e regiões vêm se especializando em aspectos específicos da produção, em vez de setores industriais completos.

Alguns produtos podem ser projetados nos EUA, Europa ou Japão e fabricados na China ou na Europa Oriental, com matérias-primas e bens intermediários procedentes do Brasil ou da África. Esses padrões existem em uma ampla gama de indústrias produtoras de bens, como eletrônicos, vestuário, bens domésticos e até mesmo em serviços e *software*.

Nesse cenário, as decisões que determinam a configuração da produção são normalmente tomadas no nível das firmas, principalmente daquelas que se situam na posição de líderes das respectivas cadeias de valor. Esses novos sistemas globais têm sido tratados por especialistas e estudiosos como *Cadeias Globais de Valor – CVG*.

O caráter transnacional de tais cadeias coloca um desafio fundamental para a formulação de políticas de desenvolvimento pelos estados nacionais. Na medida em que as decisões são cada vez mais tomadas no nível empresarial, qual é o papel estratégico a ser desempenhado pelos governos para a promoção do desenvolvimento econômico dos respectivos países e regiões?

Ao lado das transformações nos sistemas produtivos globais, um aspecto a ser compreendido e analisado são os movimentos de capitais internacionais, especialmente no que tange aos fluxos de *Investimentos Estrangeiros Diretos (IED)*, capitaneados por investidores e empresas de países distintos, bem como os seus reflexos na configuração das

23 Cássio Marx Rabello da Costa é especialista em finanças e mercado de capitais, mestre em engenharia de produção e líder de projetos da Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – ABDI. O artigo não reflete necessariamente a opinião da Agência.

CVG. Isso porque os movimentos de capitais na forma de IED estão frequentemente associados a movimentos estratégicos nas estruturas das CVG.

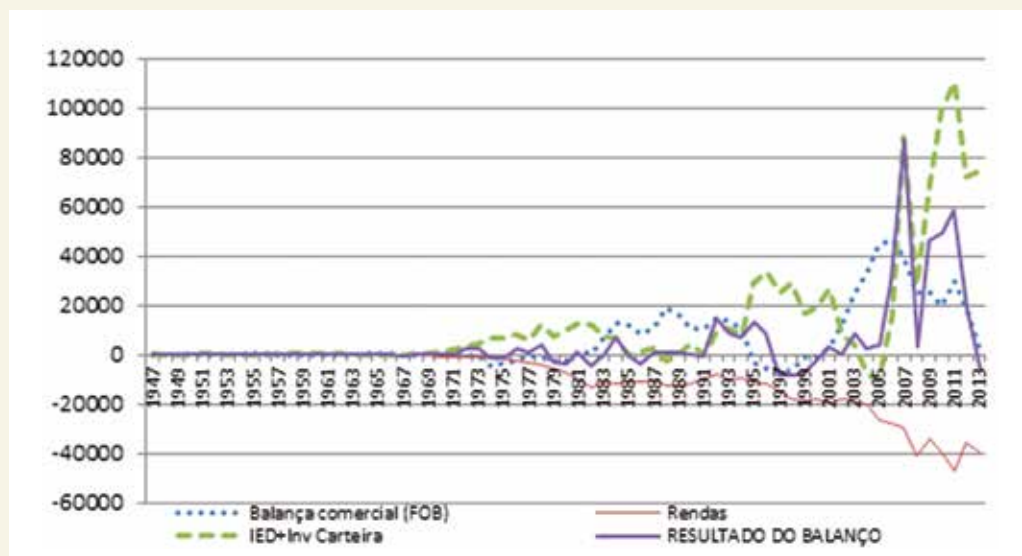
Considerando-se que as decisões são fortemente determinadas por fatores e interesses intrafirma, poder-se-ia supor que os governos mundo afora estariam pouco interessados no tema. Contudo, essa suposição não tem sido confirmada, especialmente nos países mais desenvolvidos, nos quais o nível de articulação público-privado é cada vez mais intenso.

No caso brasileiro, em virtude de fatores estruturais, o debate em torno de temas como CVG e IED não tem sido colocado com a devida importância na agenda do desenvolvimento econômico do país. Contribui fortemente para esse quadro a percepção de que o investimento externo é indistintamente interesse do país. Essa percepção se cristalizou em virtude da histórica fragilidade das contas externas brasileiras e da persistente condição de “país importador de poupança”. Afinal, o fluxo de investimentos externos vem assumindo um papel cada vez mais importante para o equilíbrio das contas externas brasileiras.

Contudo, não se pode deixar de considerar que o investimento externo de hoje, na forma de IED ou de investimento em títulos públicos ou privados, representa o fluxo de rendas ao exterior de amanhã. Significa dizer que o modelo de financiamento das contas externas e da atividade econômica doméstica por meio da atração de poupança externa não é sustentável no longo prazo.

O Gráfico 1 demonstra o comportamento das contas externas e aumento da relevância e dos investimentos externos e das rendas provenientes desses investimentos ao longo do tempo.

Gráfico 1 Investimentos e Balanço de Pagamentos.



Fonte: elaboração do próprio autor.

Nesse contexto, uma questão fundamental que precisa ser amadurecida refere-se à construção de estratégias nacionais para inserção dos setores produtivos do País nas cadeias globais de valor (CVG). Na ausência de estratégias bem formuladas, a simples inserção do País nas CVG pode ser pior do que a sua negação. Cite-se como exemplo que o incentivo puro e simples da entrada de produtores externos no mercado brasileiro, sem a devida exigência de contrapartidas, pode trazer como resultado o enfraquecimento e até mesmo a eliminação de elos relevantes nas cadeias produtivas locais. Nesse caso estar-se-ia estimulando a redução do conteúdo local nos bens e serviços consumidos pelo mercado doméstico, ou seja, uma substituição de importações às avessas.

Não se trata de criar barreiras às trocas comerciais e à integração econômica do país com o mundo, mas de articular estratégias alinhadas aos interesses da sociedade brasileira, particularmente em relação às potencialidades do mercado interno. A esse respeito, a Constituição Federal, estabelece, no artigo 219:

O mercado interno integra o patrimônio nacional e será incentivado de modo a viabilizar o desenvolvimento cultural e socioeconômico, o bem-estar da população e a autonomia tecnológica do País, nos termos de lei federal.

Uma avaliação recentemente realizada pelo IEDI, com base em informações produzidas pela UNCTAD, aponta que o comportamento das firmas em relação às CVG demonstra que o IED no Brasil tem sido guiado por interesse no mercado local de consumo ou na garantia de fornecimento de matérias-primas a baixo valor.

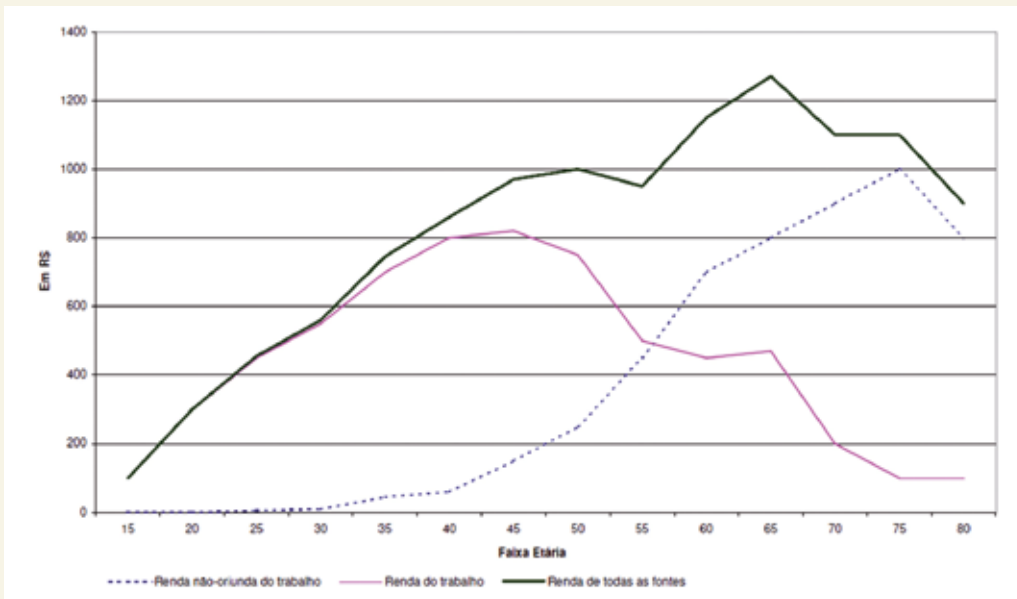
Nunca é demais lembrar que a realização de investimentos ocorre em duas mãos: o investidor, caracterizado pelo agente ofertante de poupança e o “investido”, caracterizado pelo agente que demanda a poupança. A realização de investimentos nada mais é que o encontro entre ofertantes e demandantes de recursos (poupança). Esse encontro, como em qualquer relação entre ofertantes e demandantes de bens e serviços, ocorre em um mercado – o mercado de capitais. Dito de outra forma, o mercado de capitais é o mecanismo por meio do qual a poupança é alocada.

Ao contrário do mercado de bens, onde os benefícios são entregues de forma imediata aos seus adquirentes, no mercado de capitais os benefícios (retornos sobre investimentos) ocorrem em momento futuro. Portanto, apresentam alguma incerteza em relação à sua materialização. Daí a afirmação corrente de que investir é assumir riscos.

Há que se considerar, ainda, que os detentores dos investimentos – os proprietários dos empreendimentos investidos – são as famílias e os governos, ainda que associados em fundos de investimentos, fundos de pensão ou fundos soberanos. Visto por este aspecto, as unidades de produção (as firmas) são meras organizações onde é alocada a poupança das famílias e dos estados.

Isso posto, é importante lançar um olhar sobre o fenômeno da formação da poupança das pessoas (famílias) sob a ótica demográfica. Uma avaliação desse aspecto, apresentada por Mauro Halfeld, demonstra a importância que a realização de poupança representa para as pessoas na medida em que a idade avança.

Gráfico 2 Importância da poupança de acordo com o avanço da idade.

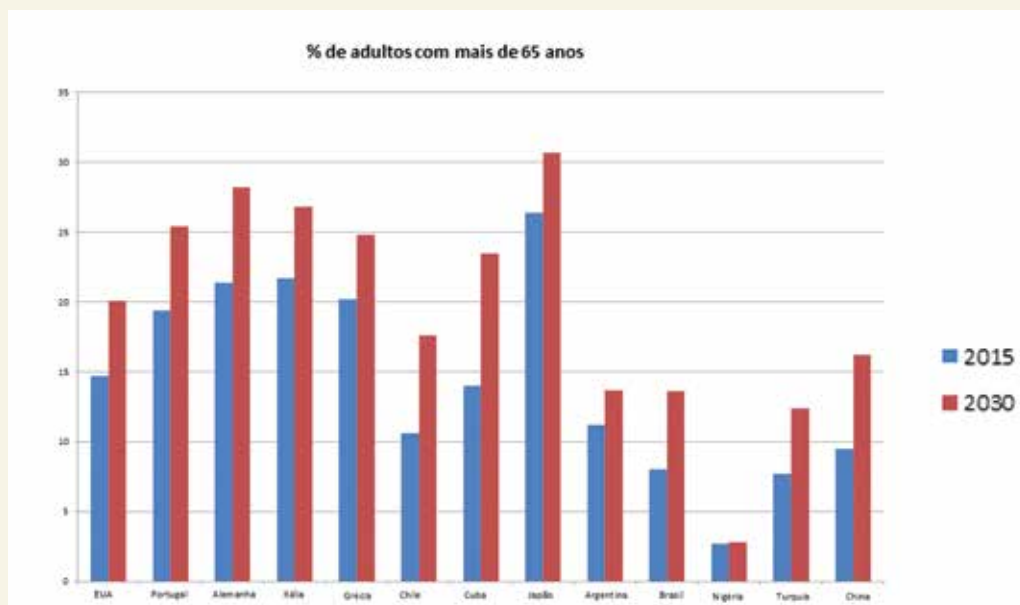


Fonte: Mauro Halfeld, 2001, p. 9.

Em termos agregados, pode-se afirmar que, na medida em que a população envelhece, aumenta a importância da renda não oriunda do trabalho, ou seja, da renda proveniente dos investimentos.

O envelhecimento da população é uma tendência global que pode ser ilustrada pelos dados extraídos de estudo recente da *Moody's Investors Services*.

Gráfico 3 Envelhecimento da população no mundo.



Fonte: adaptado de Moody's e ONU, publicação página A2 – Valor Econômico de 07/08/14.

Daí o crescimento da relevância, sob a ótica de políticas públicas, da alocação da poupança das famílias em investimentos rentáveis com o fim de prover-lhe rendimentos, na medida em que a renda do trabalho declina. De forma agregada, significa dizer que um país, enquanto jovem, necessita formar poupança e reverter essa poupança em investimentos consistentes, dentro e fora de seus limites.

Nesse ponto, é bom lembrar que a recente explosão das emissões de moedas de curso internacional, via afrouxamento monetário nas economias mais desenvolvidas (*quantitative easing*), acarreta, entre outras coisas, mais recursos financeiros disponíveis para aquisições de ativos ou arbitragens de juros por parte de agentes econômicos domiciliados nos países centrais.

O presente artigo procura explorar esse tema e apresenta uma reflexão sobre a necessidade de formulação de uma política de investimentos e de estratégias competitivas nacionais que considerem a crescente importância das CVG e dos movimentos de capital internacionais, via IED.

2. POLÍTICA INDUSTRIAL E POLÍTICA DE INVESTIMENTO

Ao longo do século passado, o Brasil assistiu a diversas iniciativas para a formulação e implementação de políticas que buscavam o desenvolvimento e promoção da atividade econômica.

De acordo com o momento político-econômico de cada época, tais políticas visavam de forma genérica, a substituição de importações, o desenvolvimento das indústrias de base e o apoio a setores que apresentassem dificuldades competitivas conjunturais ou estruturais.

Desde o Plano SALTE, lançado em 1947 no governo Dutra, passando pelo Plano de Metas de Juscelino, até o I e II PND, implementados nos governos Médici e Geisel, respectivamente, a instrumentalização das políticas de desenvolvimento econômico e industrial se deu por meio de empreendimentos de grande porte, normalmente alavancados por financiamento de agências governamentais, incentivos tributários ou da participação direta do estado brasileiro como empreendedor ou acionista.

O poder de formulação de políticas de desenvolvimento foi de grande importância para a obtenção de avanços em áreas prioritárias para o desenvolvimento do País, marcadamente em setores como geração de energia, construção de estradas, indústria automobilística, petróleo e petroquímica e telecomunicações.

A partir dos anos 80, o Brasil se defrontou com um ambiente interno marcado pela instabilidade monetária e pela deterioração da capacidade de investimento dos setores público e privado.

No *front* externo o financiamento encareceu e se tornou escasso, especialmente para os países em desenvolvimento. Tal realidade restringiu enormemente a capacidade do País em sustentar a formulação e implementação de políticas de desenvolvimento.

Os anos 90 foram marcados pela revisão patrimonial do Estado, que ocasionou a migração do papel do estado brasileiro da condição de empreendedor e empresário para atividades mais voltadas à regulação da atividade econômica, por meio da criação e fortalecimento de agências reguladoras.

Atingida a estabilidade monetária, abriu-se o espaço para a retomada da capacidade de formulação de políticas de desenvolvimento estruturadas, entre as quais se situa a política industrial.

Observando as experiências de países que na história recente obtiveram ganhos significativos em termos de desenvolvimento econômico (Japão, Coreia, Alemanha, Estados Unidos, etc.), pode-se notar um elevado nível de articulação entre governos e iniciativa privada. Essa articulação se dá dentro de um processo de amadurecimento das instituições

e do compartilhamento de visões entre o meio empresarial e os governos, partindo do princípio de que “estamos todos no mesmo barco” (governos, famílias e empresas).

Há exemplos emblemáticos em que alguns países se comportam como verdadeiras “holdings”, onde estado e iniciativa privada adotam ações intensamente integradas e coordenadas. Para citar um exemplo, analisando-se o funcionamento institucional de um país como Singapura, poderemos ficar na dúvida se se trata de um país ou de um conglomerado ou um condomínio de empresas, no qual governo e iniciativa privada cooperam para atingir objetivos claramente compartilhados.

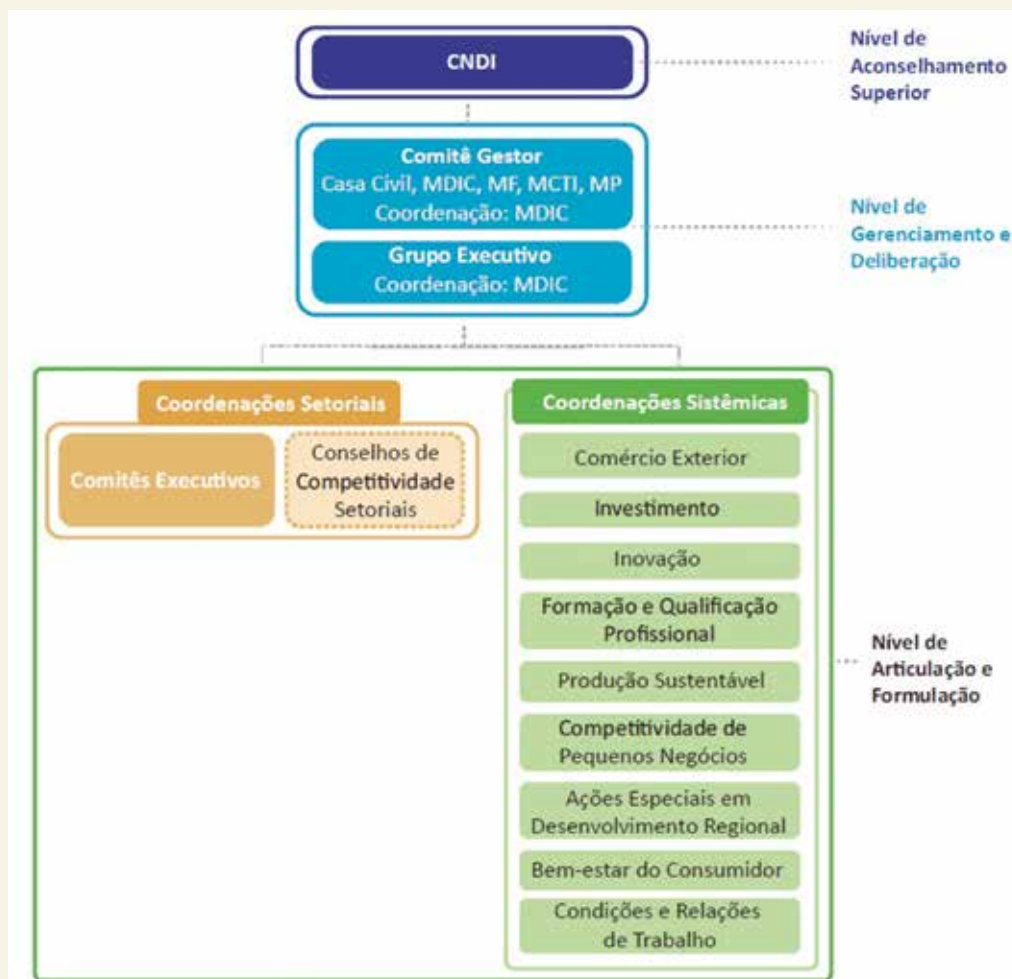
Em 2004, o Brasil lançou a primeira iniciativa claramente identificada como uma política industrial, denominada PITCE – Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior que, em 2008 passou a contar com um enfoque voltado ao desenvolvimento de setores e cadeias produtivas prioritárias. Essa nova configuração recebeu o nome de PDP – Política de Desenvolvimento Produtivo.

Em 2011, já no governo Dilma Rousseff, a política industrial foi lançada com o nome de PBM – Plano Brasil Maior, com o lema “Inovar para competir. Competir para Crescer”.

O PBM é estruturado em duas dimensões: A *Dimensão Setorial*, composta por dezenove setores e/ou cadeias produtivas e a *Dimensão Sistêmica*, composta por nove temas de interesse da indústria como um todo.

A operacionalização do Brasil Maior se dá em três níveis: articulação e formulação; gerenciamento e deliberação; e aconselhamento superior. Essa organização define o Sistema de Gestão e Governança do Plano, ilustrado na Figura 1:

Figura 1 Sistema de Gestão e Governança do Plano Brasil Maior.



Fonte: ABDI.

Se no início o Estado brasileiro protagonizava a própria ação empresarial e empreendedora, os esforços atuais passaram a enfatizar o seu papel de indutor da inovação e do aumento da competitividade.

Nesse contexto, busca-se combinar os chamados instrumentos de política industrial de *primeira geração* (incentivos tributários, desonerações e financiamento de longo prazo a baixo custo) com instrumentos de *segunda geração* (incentivo à inovação, instrumentos de regulação econômica, poder de compra do Estado, apoio à exportação, qualificação de mão de obra).

Uma crítica recorrente às políticas industriais brasileiras concentra-se na falta de exigências de contrapartidas correspondentes aos incentivos concedidos por meio de instrumentos de política industrial, especialmente os de primeira geração.

Especificamente, no que tange ao objetivo do presente artigo, nota-se que a arquitetura do PBM apresenta, em sua dimensão sistêmica, destaque ao tema *Investimento*, ferramenta fundamental para o desenvolvimento e capitalização das empresas industriais.

Nessa seara, encontram-se desafios próprios da economia brasileira, tais como:

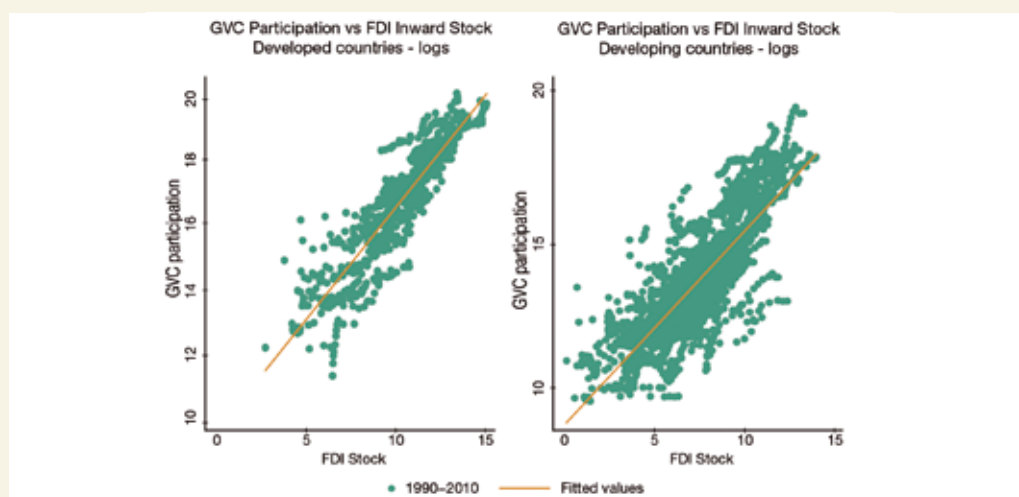
- Baixo nível de poupança, com reflexos diretos na formação bruta de capital fixo.
- Taxas de juros primárias consistentemente elevadas.
- Reflexos distintos da política cambial sobre importadores, exportadores e fabricantes locais.
- Forte dependência de fontes públicas para o financiamento de longo prazo.
- Fragilidade das contas externas, que embora tenham melhorado nos últimos anos, apresentam forte dependência da entrada de fluxos de capitais externos.

Esse quadro consolida ainda mais o papel do investimento externo para a complementação da poupança interna, além do equilíbrio das contas externas, conforme já comentado.

3. POSIÇÃO RELATIVA DO BRASIL EM IED E CVG

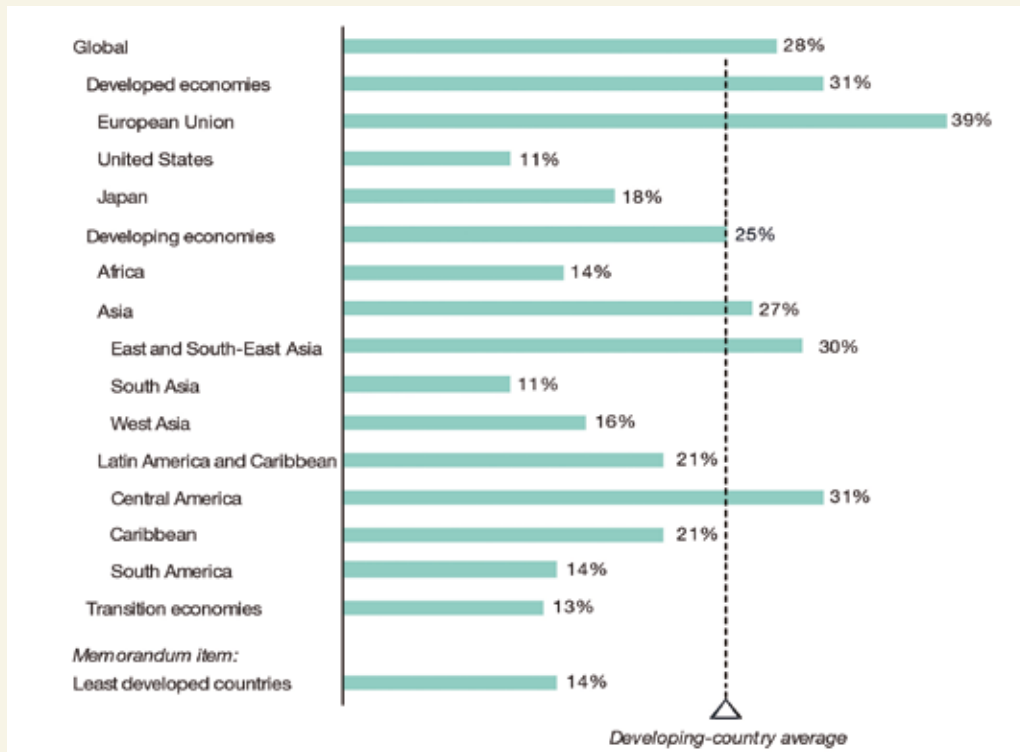
De acordo com o estudo publicado pelo IEDI, com base em relatório produzido pela UNCTAD, há uma forte correlação entre IED e CVG. Segundo os cálculos, os investimentos atrelados às CVG correspondem a 80% do total mundial.

Gráfico 4 Participação em CVG e Estoque de Entrada de IED, em Países Desenvolvidos (Gráfico da esquerda) e em Desenvolvimento (gráfico da direita).



De acordo com a mesma fonte, a média global de participação nas CVG é de 59% nos países desenvolvidos e 52% nos países em desenvolvimento. O estudo demonstra que, nos países desenvolvidos, o percentual de insumos importados nas exportações (componente *upstream*) é superior ao dos países em desenvolvimento, sendo que na América Latina, este percentual é um dos mais baixos (14%).

Gráfico 5 Parcela do valor adicionado estrangeiro nas exportações, por região, em 2010 (%).



Fonte: UNCTAD, 2013, p. 127.

Esse quadro pode ser explicado pela distribuição das exportações dos países de acordo com nível de tecnologia e/ou fase do processo produtivo industrial. Conforme pode-se observar na Tabela 1, as exportações brasileiras estão concentradas em produtos de baixa intensidade tecnológica, de maneira praticamente inversa à China e à Coreia do Sul.

Tabela 1 Perfil das exportações das economias emergentes – 2011 (%). (excluir título e fonte da figura)

País	Produtos Primários	Produtos industriais			
		Baseados em recursos naturais	Baixa tecnologia	Média tecnologia	Alta tecnologia
China	3	9	30	24	33
Brasil	32	37	5	19	4
Rússia	45	27	2	8	1
Índia	11	39	21	17	8
Coreia do Sul	3	16	9	45	27
México	20	8	9	38	22

Fonte: Nações Unidas, UN Comtrade, Rev. 2 da SITC.

É inevitável observar que essa distribuição, tanto das importações brasileiras quanto das dos demais países, tem um forte componente associado às chamadas vantagens comparativas estáticas (commodities minerais, geração de energia, agrícolas e proteínas).

É difícil competir com o minério de ferro do Brasil, cujas jazidas apresentam os maiores teores, maiores escalas e mais baixos custos de extração. Analogamente, as condições de produtividade desenvolvidas pela China e pela Coreia do Sul em cadeias longas e bens intensivos em tecnologia são difíceis de serem enfrentadas.

4. O MODELO DE FORÇAS COMO REFERENCIAL PARA A POLÍTICA INDUSTRIAL PARA CVG

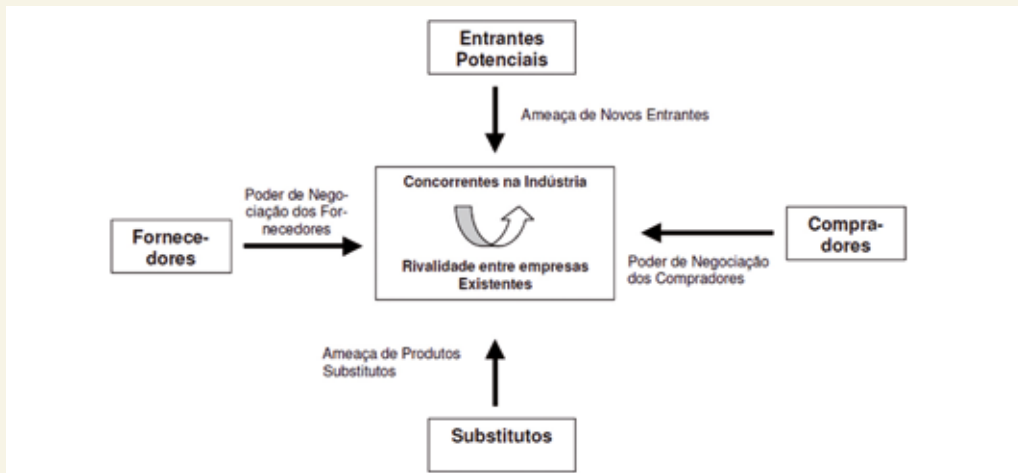
Se os sistemas produtivos estão cada vez mais integrados e transnacionais, qual é o papel que se reserva aos “policy makers” brasileiros?

Uma tentativa de se abordar a questão é imaginar que o país é, de forma sintética, um conjunto – um conglomerado, uma holding – de organizações produtivas.

A partir dessa perspectiva, poder-se-ia adotar uma abordagem para a inserção do país sob a ótica do portfólio de empresas e de produtos por elas produzidos.

Como as CVG nada mais são que um conjunto intrincado resultante das interações entre fornecedores, clientes, competidores e atributos dos produtos entre eles transacionados, um modelo que pode fazer sentido é o chamado “cinco forças de Porter”.

Figura 2 Representação do modelo das “Cinco forças de Porter”²⁴.



Fonte: PORTER, 1989, com adaptações.

O Modelo de Porter leva em consideração as forças entre os elementos com os quais as empresas interagem. Por exemplo: dentro de uma cadeia de valor do setor siderúrgico, no sentido *downstream*, uma empresa produtora de minério está em constante negociação com os seus clientes produtores de aço e estes em constante negociação com os fabricantes de automóveis, linha branca e construção civil. A depender de como essas forças se comportam, as margens de ganho podem migrar de um elo para outro. Foi o que aconteceu recentemente com o deslocamento das margens de ganho operacionais no sentido das grandes mineradoras, concentradas no Brasil e na Austrália.

Pela ótica do modelo de Porter, e observando-se o perfil das exportações e da participação do Brasil em CVGs, podemos inferir que um investimento chinês no setor mineral tenderia a enfraquecer a força conquistada pelo país nesse elo da cadeia siderúrgica. Em segmentos em que o país detém vantagens comparativas, há que se pensar em estratégias “defensivas de investimento”, de forma que o respectivo controle de capital seja preferencialmente exercido por investidores domésticos.

Em contraposição, o desenvolvimento de uma indústria de semicondutores, a instalação de fornecedores de produtos de alta tecnologia para as cadeias de valor dos setores automobilístico e de petróleo fortaleceria a frágil posição brasileira nesses segmentos.

Esses dois exemplos reforçam a necessidade de o Brasil fortalecer o papel de uma política de investimento estruturada, dentro do arcabouço da política industrial. Essa visão está contida em artigo recentemente publicado por um grupo de pesquisadores americanos (Timothy Sturgeon, Gary Gereffi, Andrew Guinn e Ezequiel Zylberberg), sob o

24 PORTER, Michel E. *Vantagem Competitiva*. Criando e sustentando um desempenho superior. 16ª Edição. Rio de Janeiro: Campos, 1989.

título de “O Brasil nas cadeias globais de valor: implicações para a política industrial e de comércio”. Entre as conclusões daquele artigo, destacam-se:

“Os formuladores de políticas e a indústria precisam identificar os nichos específicos de alto valor nas CGVs em que o Brasil pode ser competitivo, e se concentrar neles. Muitos desses nichos podem estar nos segmentos de serviços de indústrias específicas, como de engenharia ou de desenvolvimento de software relacionados com a indústria...”

... o entrincheiramento em atividades restritas, rotineiras, de baixo valor agregado pode “trancar” empresas e indústrias nacionais em segmentos não rentáveis e intelectualmente restritos da cadeia de valor. A qualificação pode ser rápida no início, mas em longo prazo esses limites podem se tornar agudos, especialmente se as empresas líderes nas CGVs migrarem para novas plataformas de produção de baixo custo e para mercados mais promissores (Humphrey e Schmitz, 2002).”

Uma política de investimento eficaz não pode prescindir de mecanismos que estimulem a formação de poupança interna (pública e privada) e a sua participação na formação do capital fixo das empresas. Ao lado de políticas fiscal e monetária favoráveis deve-se estimular a expansão do mercado de capitais brasileiro. Por meio do mercado de capitais, a poupança das famílias pode ser mobilizada e convertida em participação no capital (e nos ganhos) das empresas investidas, alimentando um ciclo sustentado e virtuoso.

5. ANÁLISE DE PORTFÓLIO COMO BALISADOR DA POLÍTICA INDUSTRIAL

O tecido produtivo brasileiro é extremamente complexo. Ao mesmo tempo em que o Brasil está na liderança de produtos primários, o País conta com a maior indústria de aviação regional do planeta. Ao mesmo tempo em que somos o maior produtor mundial de minério de ferro, temos uma das maiores empresas de *software* do mundo.

O território brasileiro detém uma das maiores diversidades biológicas do mundo e, ao mesmo tempo, é um dos poucos países que detém uma indústria de bens de capital relevante.

Por essas razões, as decisões que suportam a formulação das políticas industriais no Brasil não são triviais. Inevitavelmente, escolhas devem ser feitas – afinal, os recursos são escassos tanto aqui como em qualquer parte do mundo. É necessário tratar os diferentes (setores, empresas, regiões) de forma diferenciada.

Novamente, vale a pena, a exemplo da abordagem das *forças de Porter*, tentarmos focalizar a questão a partir de modelos empresariais de formulação de estratégica, como a *Matriz BCG de Análise de Portfólio*.

De acordo com esse modelo, a empresa precisa gerenciar o seu portfólio de produtos e áreas de negócio de acordo com os respectivos estágios de vida, tomando por base a participação de mercado e a taxa de crescimento.

Quadro 1 Matríz BCG de Análise de Portfólio.

		Quota de mercado	
		Alta	Baixa
Crescimento do Mercado	Alta	Estrela	Em questionamento
	Baixa	Vaca leiteira	Abacaxi

Fonte: Boston Consulting Group, com adaptações.

Uma das orientações fundamentais do modelo BCG é a questão da geração de caixa, de acordo com o estágio de vida do produto / área de negócio. Por exemplo: como o nome já diz, um produto “vaca leiteira” é tipicamente gerador de caixa. Nesse caso, a empresa (ou o país – de acordo com a analogia aqui proposta) já efetuou seus investimentos no passado. Embora o mercado apresente taxas moderadas de crescimento, o produto é gerador de receitas consistentes. Sob este aspecto, atualmente, o minério de ferro poderia ser enquadrado como uma “vaca leiteira no portfólio de produtos do país”. Lembrando que um produto gerador de caixa deve ser, de acordo com o modelo, alimentador dos investimentos em produtos e áreas de negócio demandantes de investimentos.

Continuando nesse raciocínio, no Brasil, teríamos a indústria eletrônica como um “produto interrogação”, que apresenta elevadas taxas de crescimento, porém, com baixa participação de mercado da produção brasileira. A ‘interrogação’ está no fato de que essa categoria de produtos exige altos investimentos e apresenta baixo retorno sobre ativos. Sendo assim, o desafio está em transformar essa classe de produto em “produto estrela”, correndo-se o risco, caso não seja adotada a estratégia adequada, de que o mesmo se transforme em “produto abacaxi” ou “produto cão”. No caso das indústrias mais dinâmicas, como a eletrônica, esse risco se agrava em virtude do curto ciclo de vida dos produtos.

6. POLÍTICAS DE INVESTIMENTO NO MUNDO

Por mais que se propague, em certos setores da mídia e em alguns fóruns internacionais, que a desregulamentação e a liberação dos mercados devam ser efetivadas de maneira indiscriminada, não é esse o caminho adotado pelas economias mais desenvolvidas.

Políticas ativas de investimento são claramente adotadas por governos das principais economias mundiais que possuem agências dedicadas à promoção e atração de investimentos – vide o *site* da Associação Mundial das Agências de Promoção de Investimentos (WAIPA World Association of Investment Promotion Agencies – www.waipar.org).

Chama atenção a ênfase dada ao tema nos EUA, onde existem instituições que atuam fortemente em articulação com os governos federal e estaduais, por meio de instituições como o *Overseas Private Investment Corporation – OPIC* e o *Committee on Foreign Investment in the United States*, ligado ao Departamento do Tesouro, com poderes, inclusive de vetar investimentos externos no país. A questão do investimento externo é vista com tamanha importância que tem regulamentação associada à legislação de segurança americana.

7. CONCLUSÃO

O presente artigo é uma tentativa de estimular a reflexão sobre as interações entre os fluxos de capitais e as mudanças nas cadeias de valor globais e as respectivas implicações para a formulação de políticas de desenvolvimento industrial.

Em função da histórica dependência do Brasil das fontes de financiamento externas, cristalizou-se o senso comum de que investimento é matéria a ser tratada puramente por meio das políticas monetária, fiscal e cambial.

Porém, na medida em que as decisões econômicas migram para o nível das firmas, particularmente daquelas que detém algum nível de governança sobre as cadeias produtivas, há que se encarar essa questão sob a ótica da política industrial e dos reflexos das políticas de investimentos (ou da ausência delas) sobre os rumos dos sistemas produtivos nacionais.

Políticas industriais e de investimento envolvem decisões, escolhas estratégicas no nível das empresas, que não estão apartadas das condições macroeconômicas e políticas.

O momento favorável nas contas externas que o Brasil vem experimentando nos últimos anos pode representar uma janela de oportunidade para a materialização e consolidação dessas políticas.

A quarta edição da série Estudos Estratégicos analisa os investimentos em empresas de capital fechado que apresentam alto potencial de crescimento, mas cujos projetos dependam da injeção de novos recursos. Trata-se das participações em sociedades empresárias efetuadas mediante *capital de risco* ou *capital empreendedor*, designação que abarca os aportes realizados tanto por pequenos investidores-anjo ou aceleradoras de empresas em *start-ups* nascentes como por grandes fundos de investimento em empresas consolidadas. Nessas iniciativas, é característico o envolvimento dos agentes nas empresas investidas de forma a aprimorá-las substancialmente e a garantir seu rápido desenvolvimento. Como essas ações expandem a produtividade e a inovação, os países têm atuado fortemente para ampliar essa atividade e, nesse contexto, o presente estudo discute a experiência internacional, a conjuntura do capital empreendedor no Brasil e os desafios que se apresentam para que essa modalidade de investimentos alcance maior relevo no País sendo, em especial, oferecidas minuciosas e abrangentes proposições legislativas para enfrentá-los.

Consultoria
Legislativa

Centro de
Estudos e Debates
Estratégicos



CÂMARA DOS
DEPUTADOS



Conheça outros títulos da série Estudos Estratégicos
na página do Centro de Estudos e Debates Estratégicos: www.camara.leg.br/cedes
ou na página da Edições Câmara, no portal da Câmara dos Deputados:
www.camara.leg.br/editora