



abvcap
15 ANOS



Associação Brasileira de
Private Equity & Venture Capital

Estrutura Legal

dos fundos de Private Equity
e Venture Capital no Brasil



ApexBrasil

AGÊNCIA BRASILEIRA DE PROMOÇÃO
DE EXPORTAÇÕES E INVESTIMENTOS



BID
Banco Interamericano
de Desenvolvimento

FUNFIN
Fundo Multilateral de Investimentos
Membro do Grupo BID

TOZZINI FREIRE
ADVOCADOS

Publicação:
Associação Brasileira de Private Equity & Venture
Capital (ABVCAP)

Edição:
Março 2015

Coordenação:
Ângela Ximenes
Superintendente Executiva

Gabriela Sant'Anna
Assessora de Comunicação

Conteúdo:
TozziniFreire Advogados

Aviso legal
Este documento não pode ser distribuído ou reproduzido
sem a autorização da ABVCAP



Carta do Presidente

Esta edição da ABVCAP sobre a estrutura legal dos fundos de Private Equity, Seed e Venture Capital brasileiros (PE/VC) inicia uma Série Jurídica, que tem como objetivo reunir informações sobre o marco regulatório dessa classe de ativos.

Fundamental para o desenvolvimento sustentável das empresas brasileiras e para assegurar o crescimento do mercado de capitais nas economias emergentes, os investimentos de PE/VC tem se destacado de forma expressiva no Brasil. De um lado, novas gestoras independentes surgiram e, de outro, investidores internacionais passaram a buscar oportunidades no país, o que gerou dúvidas sobre o arcabouço legal brasileiro para os Fundos de Investimento em Participação (FIP) e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), fundos esses regulados e supervisionados pela CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

Frente a isso, foi preparada esta Série, que, nesta segunda edição apresenta como se estruturam, do ponto de vista legal, os fundos locais - os chamados FIP e FMIEE. A partir de uma visão geral dos fundos de PE/VC no Brasil, esclarece a estrutura de cada veículo de investimento, deveres e obrigações inerentes a gestores e administradores desses fundos.

Com este trabalho, a ABVCAP busca divulgar uma ferramenta de conhecimento, não só a investidores, administradores e gestores, mas também a estudiosos e pesquisadores interessados em conhecer melhor esse mercado.

Resultado da colaboração com o escritório de advocacia TozziniFreire, esta edição, com versão nas línguas portuguesa e inglesa, representa mais um passo para aprimorar as práticas de investimento responsável dos fundos, vindo somar-se ao Código ABVCAP/Anbima de Regulação e Melhores Práticas de FIP e FMIEE, editado em 2011, e ao Guia de Venture Capital e Private Equity, elaborado pelo Comitê Executivo de Investidores Institucionais da ABVCAP e publicado em 2013.

Na próxima edição desta Série, apresentaremos os aspectos tributários aplicáveis a esses veículos de investimento, contribuindo assim para facilitar o acesso a informações qualificadas, visando acelerar os procedimentos para fomentar o investimento em empresas inovadoras.

Deixamos registrados nossos melhores agradecimentos ao grupo de private equity de TozziniFreire Advogados por esta expressiva contribuição.

Fernando Cezar Dantas Borges
Presidente

Fundos de Private Equity e Fundos de Venture Capital no Brasil

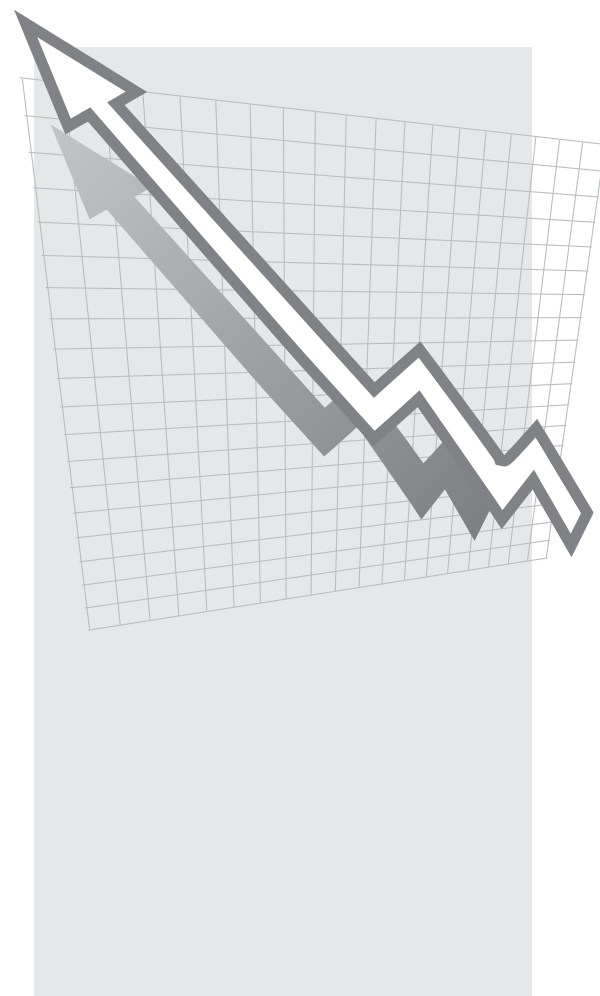
1. Visão geral sobre Fundos de Investimento no Brasil

De acordo com a legislação brasileira, os fundos de investimento são constituídos na forma de comunhão de ativos, pertencentes aos quotistas do fundo sob a forma de condomínio. Não há uma estrutura societária por trás dessa comunhão de ativos, detidos pela estrutura de um fundo de investimento. No entanto, os fundos possuem deveres e obrigações perante terceiros, podendo agir ativa e passivamente em juízo.

Em outras palavras, os investidores de um fundo de investimento no Brasil são titulares de quotas que representam o seu coinvestimento em ativos pertencentes ao fundo de investimento.

A participação do investidor em um fundo de investimento se dá por intermédio das chamadas “quotas”. A titularidade das quotas do fundo não concede aos investidores propriedade direta sobre os ativos do fundo. Os investidores, geralmente, possuem direito sobre a carteira de investimento do fundo como um todo. Cada investidor tem direito sobre a totalidade da carteira, proporcionalmente ao número de quotas que detém.

Os administradores dos fundos de investimento normalmente são pessoas jurídicas que atendem às exigências da Instrução 306, promulgada em 5 de maio de 1999 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conforme alterada (Instrução CVM 306/99), e que estejam devidamente autorizadas pela CVM a prestar serviços de administração de carteira de valores mobiliários, de acordo com a Lei nº 6.385, promulgada em 7 de dezembro de 1976 (Lei nº 6.385/76). Os gestores de carteiras de investimento, em geral, podem ser pessoas físicas ou jurídicas, e devem cumprir as exigências da Instrução CVM 306/99, além de serem previamente autorizados pela CVM.



Por intermédio do regulamento do fundo é que se determina a remuneração do seu administrador, bem como se haverá ou não pagamento da taxa de performance. As taxas de administração e de performance normalmente são pagas ao administrador do fundo com base em um percentual do patrimônio líquido do fundo, ou da valorização das quotas, conforme o caso. Do montante recebido pelo administrador, parte será deduzida para quitar a taxa paga ao gestor da carteira de investimentos e para remunerar os demais prestadores de serviços, salvo determinação em contrário nos termos do regulamento do fundo.

De um modo geral, os seguintes documentos deverão ser apresentados pelo administrador do fundo para que ele seja operacional: (1) documento de constituição do fundo, obtido por meio de uma deliberação do administrador do fundo; (2) o regulamento do fundo; (3) formulários referentes ao administrador do fundo, gestor da carteira de investimento e outros prestadores de serviços do fundo; (4) a divulgação de documentos utilizados para a distribuição de quotas; e, conforme o caso, (5) o prospecto.

Os fundos de investimento focados especificamente em participações societárias foram inicialmente regulamentados pela CVM em 1994, por meio da introdução de Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). A Instrução 209, promulgada em 3 de março de 1994 pela CVM, conforme alterada (Instrução CVM 209/94), tratou apenas dos investimentos em empresas emergentes, com características e propósitos limitados. Tal iniciativa, portanto, não beneficiou os investidores que pretendiam usar a estrutura de fundo para investir em empresas com outras características.

Foi apenas em 2003 que a CVM regulamentou os fundos de investimentos em participações (FIP), por meio da Instrução 391, promulgada em 16 de julho de 2003 pela CVM, conforme alterada (Instrução CVM 391/03).

2. Fundos de Private Equity

No Brasil, o FIP é um dos mais importantes tipos de fundos de investimento. Esses fundos são regulamentados pela Instrução CVM 391/03 e, de acordo com a referida norma, são constituídos sob a forma de condomínio fechado. Além disso, tal Instrução regula a constituição, operação e liquidação dos FIP.

O objetivo de um FIP é adquirir ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações, emitidos por companhias brasileiras que possuam capital fechado ou capital aberto. O FIP deve manter pelo menos 90% de seu patrimônio líquido nos ativos mencionados acima.

O período de investimento do FIP será determinado pelo seu regulamento, e poderá ser reduzido ou estendido pelos quotistas do fundo. Os investimentos do FIP deverão sempre ser realizados de acordo com a sua política de investimento. Caso contrário, o administrador ou o gestor da carteira de investimento poderá ser responsabilizado por perdas que o fundo vier a sofrer. Os investimentos do FIP não estão protegidos pelo Fundo Garantidor de Créditos (FGC).

Além disso, o prazo de duração de um FIP e a possibilidade de sua liquidação antecipada são contemplados no regulamento. No entanto, a decisão de liquidar antecipadamente um FIP deverá ser aprovada em Assembleia Geral de Quotistas, produzindo efeitos somente depois do registro da ata da Assembleia na CVM.

As quotas do FIP deverão ser ofertadas a investidores qualificados, os quais, de acordo com a

Instrução 554, promulgada em 17 de dezembro de 2014 pela CVM (Instrução CVM 554/14) e entrando em vigor no dia 1º de julho de 2015, são os “investidores profissionais”, pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 e que atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios e ainda clubes de investimento cuja carteira seja gerida por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados. Por sua vez, são classificados pela Instrução CVM 554/14 como investidores profissionais as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, fundos de investimento, clubes de investimento cuja carteira seja gerida por administrador de carteira autorizado pela CVM, agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios e investidores não residentes.

Considerando que as quotas dos FIP são ofertadas exclusivamente a investidores qualificados, elas somente poderão ser oferecidas no mercado secundário para outros investidores qualificados.

Como regra geral, a Instrução CVM 391/03 determina que o FIP possua influência efetiva no processo decisório das companhias investidas. Não obstante, a Instrução CVM 391/03 não define o significado de “efetiva influência no processo decisório”. A norma apenas traz exemplos de como um FIP pode exercer efetiva influência nas decisões relacionadas às políticas estratégicas e de gestão das companhias investidas, o que se daria pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle, pela celebração de acordo de acionistas ou, ainda, pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

No caso de investimentos em companhias fechadas, os estatutos de tais companhias deverão ser adaptados, na medida do que for necessário, de modo a cumprirem as exigências de governança corporativa previstas na Instrução CVM 391/03: (1) proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação, (2) estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração, (3) disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia, (4) adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários, (5) no caso de abertura de seu capital,

obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de Bolsa de Valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e, (6) auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

Além disso, os administradores do FIP deverão fornecer documentos e informações à CVM, mensal, semestral e anualmente. As informações mais comuns entre os diferentes tipos de fundos de investimento são: (1) o patrimônio líquido do fundo e o número de quotas emitidas; (2) a composição e a diversificação da carteira de investimento do fundo; (3) seu balanço patrimonial; (4) perfil de investimento; e (5) suas demonstrações financeiras.

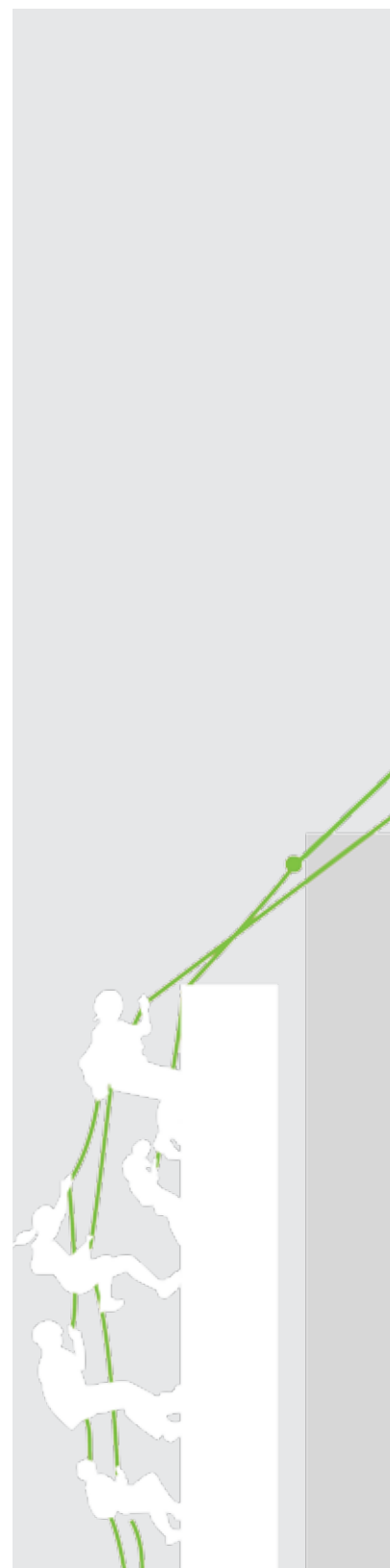
O administrador do fundo deverá divulgar a todos os cotistas e à CVM qualquer ato ou fato relevante atinente ao fundo. Ao fazer isso, os quotistas ou potenciais investidores possuem acesso às informações que possam influenciar o preço das quotas ou a decisão dos investidores de comprar, vender ou manter tais quotas. O FIP deve ter seus respectivos ativos avaliados e precificados de acordo com as disposições previstas em seus respectivos regulamentos.

Em 2013, a Instrução CVM 391/03 sofreu importantes alterações trazidas pela Instrução 535, promulgada em 28 de junho de 2013 pela CVM (Instrução CVM 535/13) e pela Instrução 540, promulgada em 27 de novembro de 2013 pela CVM (Instrução CVM 540/13).

A Instrução CVM 535/13 estabeleceu que, desde que autorizado pelo regulamento do fundo, o seu administrador poderá prestar, em nome do fundo, fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, sujeito à aprovação por maioria qualificada dos quotistas em Assembleia Geral de Quotistas, limitada à aprovação a um mínimo de 2/3 dos quotistas.

A Instrução CVM 540/13 alterou a Instrução CVM 391/03 de modo que o requisito de efetiva influência na definição de sua política estratégica e na gestão das companhias investidas acima mencionado não se aplica às companhias investidas listadas em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por Bolsa de Valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, voltado ao mercado de acesso, que assegure, por meio de vínculo contratual, padrões de governança corporativa mais estritos que os exigidos por lei, objetivando incentivar o FIP a investir nessas empresas. A Instrução permite ao FIP investir em empresas até 35% de seu patrimônio líquido sem a necessidade de exercer uma influência significativa nas tomadas de decisões dessas empresas investidas. O limite de 35% será aumentado para 100% durante o prazo de aplicação dos recursos, estabelecido em até seis meses contados de cada um dos eventos de integralização de quotas previstos no compromisso de investimento. Além disso, este limite de 35% não se aplica no período de desinvestimento do fundo em cada companhia investida.

Os FIP não podem obter recursos por meio de empréstimos. Entretanto, de acordo com a Instrução 406, promulgada em 16 de janeiro de 2009 pela CVM



(Instrução CVM 406/09), os FIP estão autorizados a receber apoio financeiro direto de organismos de fomento, limitados ao montante correspondente a 30% dos ativos do fundo. Tais empréstimos só podem ser concedidos por organismos, agências de fomento ou bancos de desenvolvimento como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) cujos fundos são provenientes e/ou controlados, principalmente, de um único ou vários governos.

Por fim, o FIP é um excelente instrumento de reestruturação de dívida para empresas em processo de recuperação judicial. Ou seja, os FIP podem ser estruturados para adquirir participações nessas empresas, e os quotistas do FIP podem ter o direito de pagar por suas quotas com bens ou direitos, incluindo créditos associados ao processo de recuperação judicial da empresa-alvo.

3. Fundos de Venture Capital

Os fundos de venture capital no Brasil são conhecidos como Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), e foram criados e regulamentados pela Instrução CVM 209/94. Tais fundos são constituídos sob a forma de condomínio fechado e possuem dez anos como prazo máximo de duração (Instrução CVM 209/94, Artigo 2).

Os recursos do FMIEE devem ser aplicados em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes que, conforme define a Instrução 470, promulgada em 6 de maio de 2008 pela CVM (Instrução CVM 470/08), são companhias cujo faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, são inferiores a R\$ 150 milhões, apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão. No entanto, esse limite de R\$ 150 milhões será determinado no momento do primeiro investimento, e não terá aplicação quando o fundo subscrever ou efetuar novas aquisições de ações ou outros valores mobiliários daquela mesma companhia. Não obstante, é vedado ao FMIEE investir em companhias cujo controle acionário seja detido por um grupo de sociedades, de fato ou de direito, com patrimônio líquido consolidado superior a R\$ 300 milhões.

A administração do FMIEE compete à pessoa física ou jurídica devidamente autorizada pela CVM. Ao contrário do administrador do FIP, é vedado ao administrador do FMIEE, em nome do fundo, prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma.

O FMIEE deverá manter, no mínimo, 75% de suas aplicações em ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição de ações de emissão de empresas emergentes. A parcela remanescente de suas aplicações deverá, obrigatoriamente, ser investida em quotas de fundos de renda fixa e/ou títulos de renda fixa de livre escolha do administrador ou valores mobiliários de companhias abertas adquiridos em Bolsa de Valores ou mercado de balcão organizado.

Além disso, a subscrição total das quotas constitutivas do patrimônio inicial



do FMIEE deverá ser feita em no máximo 360 dias, a contar da data da concessão do registro da distribuição de quotas do fundo perante a CVM ou, se destinada à colocação privada, a contar da data da autorização para a constituição do fundo. O valor de cada quota do FMIEE deverá ser igual ou superior a R\$ 20.000,00.

Por fim, a Instrução 477, promulgada em 28 de janeiro de 2009 pela CVM (Instrução CVM 477/09), autoriza a realização de operações com derivativos apenas para fins de proteção patrimonial e permite a prorrogação do prazo de duração do FMIEE, desde que aprovada pela maioria das quotas emitidas pelo fundo na Assembleia Geral de Quotistas.

4. Tributação do FIP e FMIEE

Devido ao fato de os fundos de investimento serem constituídos sob a forma de condomínio, conforme já mencionado, esses fundos geralmente estão isentos de tributação (como IRPJ – Imposto de Renda Pessoa Jurídica – e contribuições sociais) até a distribuição dos seus rendimentos aos quotistas. Da mesma forma, os ganhos dos fundos de investimentos são geralmente isentos de tributos retidos na fonte.

Por outro lado, quaisquer ganhos obtidos pela venda ou resgate de quotas dos FIP e FMIEE, por investidores residentes no Brasil, são geralmente sujeitos à retenção de imposto de renda na fonte a uma alíquota de 15%. No entanto, nos casos em que o FIP e o FMIEE não possuem uma carteira de investimento composta por, pelo menos, 67% em ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição de ações, o investimento no fundo será tratado como investimento em renda fixa, estando sujeito ao imposto de renda a alíquotas que variam de 22,5% a 15%, dependendo do prazo de duração do investimento.

A legislação brasileira permite que os investidores estrangeiros invistam nos mesmos produtos financeiros disponíveis para os investidores brasileiros (incluindo FIP e FMIEE), desde que o investidor estrangeiro esteja devidamente registrado na CVM, tenha sua representação exercida, obrigatoriamente, por instituição financeira e que o investimento estrangeiro decorrente de aplicações em fundos de investimentos esteja devidamente registrado conforme disposto na nova Resolução CMN 4.373/14. Os investidores não-residentes estão geralmente sujeitos à mesma tributação dos investidores residentes. No entanto, os investidores estrangeiros que investirem em quotas de FIP e FMIEE de acordo com a nova Resolução CMN n.º 4.373/14 estarão sujeitos à retenção na fonte de uma alíquota de zero por cento, desde que tal investidor, sozinho ou em conjunto com outras partes relacionadas, (1) não detenha 40% ou mais das quotas do fundo, (2) não detenha participações nos fundos que assegurem a destinação a tal investidor de 40% ou mais dos ganhos do fundo, e (3) não seja residente em uma jurisdição cuja alíquota máxima de tributação sobre a renda seja inferior a 20%.

Não obstante, as aquisições de quotas de fundos de investimentos no Brasil geralmente estarão sujeitas ao imposto sobre operações com títulos e valores mobiliários (conhecido como IOF / Títulos), caso tais investimentos durem menos de 30 dias. Nos casos em que o prazo do investimento for superior a 30 dias, não haverá tributação.





5. Comentários finais

Os fundos de private equity e venture capital tendem a melhorar as práticas de governança corporativa nas empresas investidas. Isso, por sua vez, resulta no aprimoramento da gestão e no aumento dos lucros da empresa. Os fundos buscam investir em companhias que já se preocupam com práticas de boa governança corporativa, de modo que a transição para uma estrutura societária envolvendo FIP ou FMIEE seja mais suave. As boas práticas de governança corporativa alinham os acionistas e a administração da companhia, de forma que as decisões sejam tomadas no melhor interesse da investida, melhorem a qualidade da informação disponível, diminuam o custo do endividamento, reduzam os riscos em geral e minimizem os riscos de fraude.

A governança corporativa no Brasil tem melhorado significativamente nos últimos 15 anos, como resultado de muitos fatores, incluindo (1) mudanças na regulamentação que trouxeram melhoria para os direitos dos acionistas minoritários, (2) a criação de diferentes segmentos de listagem pela Bolsa de Valores de São Paulo, (3) o aumento da participação dos FIP e FMIEE, e, (4) o trabalho realizado por certas associações sem fins lucrativos, tais como IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, que publicou, em 1999, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (posteriormente revisado em 2001, 2004 e novamente em 2009) e (b) a ABVCAP - Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital, que publicou vários estudos sobre governança corporativa, FIP e FMIEE, e, em especial, o Código ABVCAP | ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FMIEE, publicado em 2011, que foi concebido em conjunto com ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

Os mecanismos de saída representam os meios utilizados pelos fundos para realizar seus ganhos após determinado período de investimento em uma companhia, um dos requisitos essenciais para o sucesso de suas atividades. Dentre esses mecanismos, destacamos a venda das ações em oferta pública ao mercado, a venda da participação em Bolsa de Valores ou a venda privada a investidores estratégicos. Ofertas públicas iniciais de ações (*Initial Public Offerings* - IPO), por exemplo, representam para os fundos um eficiente mecanismo de saída.

Nos últimos anos, uma conjunção de fatores regulatórios e econômicos levou o mercado de capitais brasileiro a um novo patamar de atividade, com o aumento significativo das operações de abertura de capital, resultando no crescimento das alternativas de saída para fundos. Conseqüentemente, a solidificação do cenário brasileiro de mercado de capitais ajudou de forma decisiva na consolidação das vendas de ações por oferta pública ou em Bolsa como alternativas efetivas de saída para fundos, além da já tradicional venda privada.

Esse material é um oferecimento de TOZZINIFREIRE ADVOGADOS.

Nossa área de private equity e venture capital é favorecida pela expressiva experiência em fusões e aquisições, mercado de capitais, fundos, empréstimos, financiamentos, tributário e trabalhista, com histórico comprovado em diversos setores em que os agentes de private equity geralmente focam seus investimentos em mercados emergentes.

Rua Borges Lagoa 1328

São Paulo, SP - Brasil

CEP 04038-904

T +55 11 5086-5000 | F +55 11 5086-5555

www.tozzinifreire.com.br

TOZZINIFREIRE
A D V O G A D O S



A Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital - ABVCAP - é uma entidade sem fins lucrativos que, desde o ano 2000, visa o desenvolvimento da atividade de investimento de longo prazo no País, nas modalidades abrangidas pelos conceitos de private equity, venture e seed capital.

Como entidade representativa da indústria de capital empreendedor, a ABVCAP defende os interesses dos integrantes da indústria junto a instituições públicas e privadas, nacionais e estrangeiras, em busca de políticas públicas cada vez mais favoráveis ao fomento desses investimentos no País.

Além de ampliar e aprimorar as várias frentes de investimento de longo prazo no Brasil, em sintonia com as práticas internacionais, quando aplicáveis, destaca-se, na missão da ABVCAP, sua integração estratégica ao mercado de capitais, como propulsor e reciclador de ativos/empresas das bolsas de valores.

A atuação da ABVCAP objetiva facilitar o relacionamento entre os integrantes da comunidade de investimentos de longo prazo, seja em âmbito nacional e internacional, propiciando um ambiente favorável a debates e intensificação de relacionamentos.

www.abvcap.com.br

Associados Apoiadores:



Kinea



THE CARLYLE GROUP

WARBURG PINCUS



Associação Brasileira de
Private Equity & Venture Capital