

**WILLIAM JOJI NAKASONE**

**O FINANCIAMENTO DE INOVAÇÕES POR MEIO DO VENTURE  
CAPITAL: ADEQUAÇÃO DOS INSTRUMENTOS JURÍDICOS  
BRASILEIROS**

Dissertação de Mestrado

Orientador: Prof. Dr. José Marcelo Martins Proença

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

SÃO PAULO

2013

**WILLIAM JOJI NAKASONE**

**O FINANCIAMENTO DE INOVAÇÕES POR MEIO DO *VENTURE*  
*CAPITAL*: ADEQUAÇÃO DOS INSTRUMENTOS JURÍDICOS  
BRASILEIROS**

Dissertação de mestrado apresentada à  
Faculdade de Direito da Universidade de  
São Paulo, na área de Direito Comercial,  
sob orientação do Prof. Dr. José Marcelo  
Martins Proença.

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

SÃO PAULO

2013

**BANCA EXAMINADORA:**

Orientador: \_\_\_\_\_

Professor

Professor Arguidor: \_\_\_\_\_

Professor Arguidor: \_\_\_\_\_

## **AGRADECIMENTOS**

A meu orientador, Professor Dr. José Marcelo Martins Proença, por acreditar e aceitar-me como seu orientando do mestrado, abrindo-me as portas para um aprendizado cujo valor não possui contrapartida que o retribua. Aos Professores Drs. Juliana Krueger Pela e Rodrigo Octávio Broglia Mendes que, juntamente com meu orientador, compuseram a banca de qualificação desta dissertação. Aos meus colegas do escritório, pela solidariedade, apoio e aprendizado. Aos meus amigos, pela sua amizade acolhedora, não obstante a distância física. Aos meus companheiros da Soka Gakkai, por compartilhar dos mesmos propósitos de vida. À minha namorada, pelo amor, companheirismo e cumplicidade. Aos meus pais e irmãos, pelo amor, conforto e carinho em todos os momentos da vida. Ao meu mestre da vida, Dr. Daisaku Ikeda, por permitir-me percorrer um caminho de valor.

A meus pais, Yoshihiko e Miyoko

## RESUMO

A presente dissertação de mestrado tem como finalidade o estudo dos instrumentos jurídicos previstos no Direito Brasileiro utilizados nas operações de *venture capital*, tendo em vista a sua capacidade de lidar com os problemas de agência na cadeia de investimento das referidas operações. O estudo fundamenta-se na importância desse mercado no financiamento de inovações, que, por sua vez, possuem importância vital para o desenvolvimento dos países. Particularmente, tais operações atuam para suprir a falta de financiamentos disponíveis para empresas recém-constituídas, de pequeno e médio porte, com alto potencial de introduzir inovações no mercado. A literatura estrangeira revela-nos que problemas de agência são consideravelmente altos na cadeia de investimento de *venture capital*, tendo em vista a alta assimetria informacional entre agentes e principais nas relações entre investidores e *venture capitalists*, e *venture capitalists* e empreendedores. A mesma literatura anota que os instrumentos jurídicos desempenham papel fundamental no alinhamento dos interesses das partes nas relações retromencionadas, para que as operações sejam viabilizadas. Diversas avenças e mecanismos são previstos em tais instrumentos, com este propósito, tendo em conta as condições deste mercado em particular. No Brasil, para que o mercado de *venture capital* se desenvolva, os instrumentos jurídicos devem lidar com tais problemas, e é nessa análise que concentramos nossos estudos.

Palavras-chave: Venture capital; private equity; problemas de agência; inovações; desenvolvimento.

## ABSTRACT

This research has as its purpose the study of legal instruments provided for in the Brazilian Law and used in venture capital transactions, taking into account their capacity of dealing with agency problems inherent to the investment chain of referenced transactions. The study has its grounds on the importance of such market to the financing of innovations, which, in its turn, have vital importance to the development of nations. Particularly, said transactions work to correct the lack of available financing to start up small and medium companies with high potential to introduce innovations into the market. The foreign literature shows that agency problems are considered high in the venture capital investment chain, taking into account the high information asymmetry between principals and agents to the relationships between investors and venture capitalists, and venture capitalists and entrepreneurs. The same literature affirms that the legal instruments perform fundamental role in the alignment of parties' interests in the aforementioned relationships, so that the transactions are made feasible. A variety of covenants and mechanisms are set forth in such instruments with this purpose, considering the conditions of such particular market. In Brazil, in order to develop the venture capital market, the legal instruments have to deal with such problems, and that is the focus of our analysis.

Keywords: Venture capital; private equity; agency problems; innovations; development.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	10
<b>I. A IMPORTÂNCIA DO VENTURE CAPITAL COMO MEIO DE FINANCIAMENTO DE INOVAÇÕES NO BRASIL</b> .....	18
I.1. A Importância das Inovações no Desenvolvimento .....	18
I.2. O Problema do Financiamento de Inovações .....	22
I.3. A contribuição do <i>Venture Capital</i> para o Financiamento de Inovações .....	27
<b>II. VENTURE CAPITAL: ESTRUTURAS E RISCOS DE AGÊNCIA</b> .....	33
II.1. O Conceito e Estruturação das Operações.....	33
II.2. Os Problemas de Agência na Cadeia de Investimento em <i>Venture Capital</i> .....	37
II.2.1. Os problemas de agência na relação entre os investidores e os <i>venture capitalists</i> .....	41
II.2.2. O problema de agência na relação entre o fundo de <i>venture capital</i> e os empreendedores.....	43
II.3. Os Mecanismos de redução dos Custos de Agência .....	45
II.3.1. Captação dos recursos: a relação entre investidores e <i>venture capitalists</i> .....	45
II.3.1.1. Avenças contratuais .....	45
II.3.1.1.1. Avenças sobre a administração geral do fundo .....	46
II.3.1.1.2. Avenças relacionadas às atividades dos <i>venture capitalists</i> .....	47
II.3.1.1.3. Avenças sobre os tipos de investimentos.....	48
II.3.1.1.4. Avenças sobre regras estruturais do fundo .....	49
II.3.1.1.5 Avenças sobre monitoramento e controle.....	50
II.3.1.2. Sistema de remuneração .....	51
II.3.1.3. O papel da reputação.....	54
II.3.1.4 Nota sobre as <i>limited partnerships</i> .....	57
II.3.2. O investimento nas empresas do portfólio: a relação entre fundo de <i>venture capital</i> e empreendedores.....	62
II.3.2.1. Aportes em estágios .....	63
II.3.2.2. Monitoramento.....	65
II.3.2.3. O Esquema de Remuneração .....	66



II.3.2.4. Utilização de Ações Preferenciais .....	66
II.3.2.5. Disposições sobre a saída do investimento .....	69
II.3.2.6. Sindicalização dos Investimentos .....	71
II.3.2.7. Outras prerrogativas.....	72
II.3.2.8. O problema de agência dos empreendedores e constrações reputacionais.....	73
<b>III. TRATAMENTO DAS OPERAÇÕES DE VENTURE CAPITAL À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO .....</b>	<b>75</b>
III.1. Veículos para captação de recursos dos investidores.....	75
III.1.1. Sociedades anônimas de capital fechado ( <i>holdings</i> ).....	76
III.1.2. Fundos de investimentos CVM – FIP e FMIEE .....	84
III.2. A Disciplina da Relação entre <i>Venture Capitalist</i> e Empreendedores.....	90
III.2.1. Replicação de mecanismos de controle e alinhamento de interesses.....	90
III.2.2. Notas sobre o investimento em sociedades limitadas .....	99
III.3. A Receptividade da Indústria do <i>Venture Capital</i> pelo Direito Brasileiro:	
Propostas com o Fim de Impulsionar o Investimento em Inovações .....	102
III.3.1. Mercado da reputação .....	102
III.3.2. Liberdade Contratual.....	105
III.3.3. Definição clara das responsabilidades .....	112
III.3.4. Mais incentivo para investimentos em alta tecnologia .....	115
<b>IV. CONCLUSÃO .....</b>	<b>118</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>122</b>

## INTRODUÇÃO

Presentes na agenda política de todos os países desenvolvidos e também nas dos países em desenvolvimento, estratégias envolvendo o incentivo a inovações constituem prioridades no mundo contemporâneo marcado pela chamada economia do conhecimento<sup>1</sup>. Mesmo países como Brasil, China e Rússia, apresentam percentuais relevantes em relação ao PIB destinados para o incentivo a inovações<sup>2</sup>.

Muito mais do que ligados ao potencial de ganhos de mercado, inovações são relacionadas a aumento de bem estar, melhores salários, e maiores faturamentos<sup>3</sup>. É nítida

---

<sup>1</sup> Sobre a economia do conhecimento, ou, *new economy*, ver OECD, *A New Economy?: The Changing Role of Innovation and Information Technology in Growth*, 2000, p. 17: “The term ‘new economy’ has been used extensively in recent years to describe the workings of the US economy and in particular the part of its economy that is linked to ICT [Information and Communications Technologies]. It reflects a view that something has changed and that the economy now works differently. Few studies clearly define the term ‘new economy’ and it seems to mean different things to different people. The three main characteristics of the new economy appear to be the following: ***The new economy may imply higher trend growth.*** Due to more efficient business practices linked to ICT use, the new economy may experience a pick-up in trend growth, due to higher MFP [Multi-Factor Productivity] growth. ***The new economy may affect the business cycle.*** ICT, in combination with globalization, may change the short-run tradeoff between inflation and unemployment and lower the NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment). As a result, the economy can expand for a longer period without inflationary pressures emerging. In this view, ICT puts downward pressure on inflation, while increased global competition keeps wage inflation in check. More extreme views have argued that the new economy may mean the end of the business cycle. ***The sources of growth are different in the new economy.*** Certain parts of the new economy may benefit from increasing returns to scale, network effects and externalities. The value of communications networks and Internet applications, for instance, increases as more people are connected. This situation entails considerable spillovers, and these contribute to higher MFP growth and fuel further growth.” Ainda sobre a economia do conhecimento, ver SCHAPIRO (2009) “A consolidação de uma *economia baseada no conhecimento*, entretanto, desarticulou as bases institucionais do capitalismo *fordista* e tem apresentado novos desafios para a intervenção estatal no domínio econômico. Como relata o capítulo 3, nos países centrais, desde meados da década de 1980, uma parte significativa das vantagens comparativas nas transações comerciais deixou de ser protagonizada por bens econômicos padronizados, fruto de uma produção em série, e passou, gradativamente, a girar em torno de bens diferenciados, customizados e confeccionados por meio de processos produtivos baseados em pesquisa e desenvolvimentos. No lugar exclusivo das grandes indústrias, voltaram a ter papel também as pequenas e médias empresas, especializadas em produtos particularizados, voltados a atender nichos de mercados. Neste processo de florescimento de uma economia inovadora, deu-se, por exemplo, o fortalecimento das disputas industriais, como é caso da, assim chamada, terceira Itália ou do vale do Silício, nos EUA”. (SCHAPIRO, Mario Gomes. *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento*. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p.16).

Para consulta de dados sobre investimentos em pesquisa e desenvolvimento em diversos países, ver OCDE, *Main Science and Technology Indicators (MSTI): 2010/2 edition*, 2010. Disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/27/52/47406944.pdf>. Acesso em 15 jun de 2011. Levantamento feito pelo Ministério da Ciência e Tecnologia revela que os dispêndios em pesquisa e desenvolvimento no Brasil atingiram R\$43.748.900.000,00 em 2010, representando 1,16% do PIB. Disponível em [http://www.mct.gov.br/index.php/content/view/29144/Dispendio\\_nacional\\_em\\_pesquisa\\_e\\_desenvolvimento\\_P\\_D\\_em\\_valores\\_correntes\\_em\\_relacao\\_ao\\_total\\_de\\_P\\_D\\_e\\_ao\\_produto\\_interno\\_bruto\\_PIB\\_por\\_setor\\_institucional.html](http://www.mct.gov.br/index.php/content/view/29144/Dispendio_nacional_em_pesquisa_e_desenvolvimento_P_D_em_valores_correntes_em_relacao_ao_total_de_P_D_e_ao_produto_interno_bruto_PIB_por_setor_institucional.html). Acesso em 22 jan 2013.

<sup>3</sup> Ministério da Ciência e Tecnologia. *Ciência, Tecnologia e Inovação para o Desenvolvimento Nacional. Plano de Ação 2007-2010*, p. 29. Disponível em [http://www.mct.gov.br/upd\\_blob/0021/21439.pdf](http://www.mct.gov.br/upd_blob/0021/21439.pdf). Acesso em 17 abr 2011.

a preocupação dos países com suas capacitações tecnológicas, seja para chegarem à fronteira tecnológica ou para manterem-se nela. Em ambos os casos, é constatada uma intervenção maciça dos Estados a fim de competirem nessa corrida por inovações.

A questão do estudo voltado para as estratégias de incentivo às inovações envolve uma variada gama de fatores e atores que se encontram envolta de todo um sistema que propicia o surgimento de processos ligados à inovação. A esse sistema os teóricos denominaram de Sistema Nacional de Inovação, cuja abrangência e definição são encontrados em diversos autores, conforme apontado por SOETE, VERSPAGEN e WEEL (2009):

“There have been many different definitions of NSIs [National Systems of Innovation]. Freeman (1987) states that an NSI is ‘the network of institutions in the public and private sectors whose activities and interactions initiate, import, modify and diffuse new technologies’ (p. 1). Lundvall’s broad conceptualisation of NSI includes ‘all parts and aspects of the economic structure and the institutional set-up affecting learning as well as searching and exploring’ (Lundvall, 1992, p.12). Nelson (1993, p.4) notes that the innovation system is ‘a set of institutions whose interactions determine the innovative performance of national firms’ and the most important institutions are those supporting R&D efforts. Metcalfe (1995) states that the NSI is ‘that set of institutions which jointly and individually contribute to the development and diffusion of new technologies and which provides the framework within which governments form and implement policies to influence the innovation process. As such it is a system of interconnected institutions to create, store, and transfer the knowledge, skills, and artefacts, which define new technologies. The element of nationality follows not only from the domain of technology policy but from elements of shared language and culture which bind the system together, and form the national focus of other policies, laws and regulations which condition the innovative environment’. Edquist (1997) takes even a broad view of innovation systems being ‘all important economic, social, political, organisational, institutional and other factors that influence the development, diffusion and use of innovations’ (p. 14)”.<sup>4</sup>

Ainda, reforçando a complexidade das relações que se formam em torno dos processos de inovações, ARBIX (2010) argumenta que:

“Mas também porque, em geral, a inovação extrapola o horizonte das empresas e se desenvolve por meio de uma rede de colaboradores, cuja

---

<sup>4</sup> SOETE, Luc; VERSPAGEN, Bart; e WEEL, Baster. *Systems of Innovation*, Working Paper Series #2009-062. Maastricht: UNU-Merit, 2009, p. 8.

dimensão comercial é apenas uma de suas várias faces. Dessa forma, a malha que se forma envolve empresas, empresários, pesquisadores, distribuidores, instituições de pesquisa e consumidores, numa trama que configura um ecossistema de alta diversidade e complexidade.”<sup>5</sup>

Não é objetivo do presente trabalho analisar esse complexo “ecossistema” que envolve os processos de inovação, mas sim tomá-lo como premissa para fundamentar a importância de cada um de seus aspectos, os quais acreditamos devem merecer a atenção dos formadores de políticas públicas e de acadêmicos das mais diversas áreas, incluindo os juristas.

Um aspecto em específico dentro desse ecossistema da inovação, ao qual voltamos nossa atenção, constitui-se das relações que envolvem seu financiamento. Considerado como um braço importante e necessário a qualquer Sistema Nacional de Inovação, os mecanismos de financiamento às inovações podem representar “gargalos” que impedem a consecução de políticas públicas neste âmbito, caso não apresentem desenhos institucionais aptos a atender cada mercado. Entendemos que tais mecanismos devem promover a alocação de recursos de maneira a promover o melhor bem estar para todos os participantes, e, além disso, levar em consideração as falhas de mercado, ou até a sua inexistência, em cada realidade, de modo a encontrar soluções que viabilizem a captação de recursos e a sua alocação em inovações.

O estudo desses mecanismos (ou ferramentas) mostrou-nos de extrema importância pelas peculiaridades que envolvem o financiamento em inovações<sup>6</sup>. Por envolver financiamento de bens intangíveis, pelo longo prazo de maturação dos projetos, e pela importância das empresas emergentes neste processo, a atividade foge das características gerais de financiamento, exigindo mecanismos que lidem com os altos riscos envolvidos. Portanto, a fim de que mais agentes sejam incentivados a destinar recursos para processos que levem a inovações, as ferramentas de financiamento devem lidar de forma eficiente e adequada com tais peculiaridades.

Neste ambiente de incerteza e elevado risco, a indústria do capital aventureiro (ou,

---

<sup>5</sup> ARBIX, Glauco. *Inovação e Desenvolvimento*, in ARBIX, Glauco et al. (Orgs.). *Inovação: estratégias de sete países*. Brasília, DF: ABDI, 2010, p. 74.

<sup>6</sup> Vide SCHAPIRO, Mario Gomes. *Banco de Desenvolvimento, Regulação e Auto-Regulação: complementaridade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco*. 2010, p.12. Disponível em [http://www.direitogv.com.br/subportais/BANCO\\_DE\\_DESENVOLVIMENTO\\_regulacao\\_autoregulacao.pdf](http://www.direitogv.com.br/subportais/BANCO_DE_DESENVOLVIMENTO_regulacao_autoregulacao.pdf). Acesso em 17 abr 2011.

como utilizado no idioma inglês, *venture capital*) aparece como uma solução viável para o problema da escassez de recursos a serem destinados em inovações. Assim demonstra a experiência norte-americana, onde a indústria do *venture capital* foi considerada como essencial para o impulso de criação de novas firmas e novas tecnologias no Vale do Silício durante os anos 1980 e 1990.

Embora no Brasil a solução para os problemas ligados ao financiamento de inovações tenha-se baseado predominantemente na utilização de agentes públicos como o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento) e a FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos), nos últimos 10 anos a indústria do *venture capital* apresentou um crescimento significativo de sua atividade, em muito devido às melhoras das condições macroeconômicas brasileiras, bem como melhoras no âmbito legal-regulatório<sup>7</sup>. Importante ressaltar que de modo algum avaliamos como menos importante a atuação dos agentes públicos, mesmo porque o crescimento da indústria de *venture capital* teve, e continua tendo, fundamental participação de tais agentes. Avaliamos a importância do *venture capital* como mais uma alternativa, ao lado de outras, que pode impulsionar o financiamento global de inovações.

E dentro desse complexo sistema, qual a contribuição do Direito?

Responder a essa questão levou-nos necessariamente a refletir sobre o papel do Direito no próprio desenvolvimento dos países. Para tanto, adentramos no campo da *Law & Development*<sup>8</sup>, uma corrente de juristas que se propuseram a pensar, debater e dialogar sobre o papel do Direito e do jurista no desenvolvimento.

Um dos objetos de estudo da *Law & Development* é descrever as instituições existentes, seu funcionamento e efetividade real, questionar a agenda desejável e sugerir

---

<sup>7</sup> Segundo dados de relatório de pesquisa da FGV-Cepe, o capital comprometido da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* cresceu 53,4% ao ano entre 2004 e 2008, chegando ao capital comprometido de US\$36,1 bilhões em 2009. Ver GVCEPE. *Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital. Relatório de Pesquisa*, 2008, p.3; e RAMALHO, Caio; LARA, Rodrigo. *Histórico da Indústria de Private Equity e Venture Capital*, in Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro*. Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011, p. 64.

<sup>8</sup> Sobre *Law & Development*, ver TRUBEK, David M. *Developmental States and the Legal Order: Towards a New Political Economy of Development and Law*. Univ. of Wisconsin Legal Studies Research, Paper No. 1075, 2008. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1349163>>. Acesso em: 06 jan. 2013.

arranjos que possam melhor atender a tais agendas<sup>9</sup>.

As instituições, ou as regras do jogo, conforme apontado por NORTH (1990)<sup>10</sup>, constituem fator essencial para o desempenho econômico das nações. Neste sentido, ainda, RODRIK (2001)<sup>11</sup> aponta para fatores determinantes nas estratégias de crescimento econômico: geografia, integração comercial e instituições. Estas últimas, segundo o autor, constituem a variável de maior relevância para o desenvolvimento, desempenhando papel central nas agendas políticas dos países, conforme suas conclusões:

“My argument so far can be summarized with the four propositions below:

- 1) market incentives are critical to economic development;
- 2) market incentives need to be underpinned by strong public institutions;
- 3) market economies are compatible with a diverse range of institutional arrangements;
- 4) the greater the fit between market-oriented reforms and pre-existing institutional, the higher is the probability of success”<sup>12</sup>

Tendo em conta que muitas das instituições são desenhadas e organizadas por meio de ferramentas jurídicas, como legislações e contratos, uma das portas de entrada do Direito no debate sobre o desenvolvimento consiste no debate sobre instituições.

Além disso, a relação do Direito com o desenvolvimento pode ser identificada em três faces<sup>13</sup>:

---

<sup>9</sup> Conforme anotações de aula proferida pelo professor convidado Mário Schapiro, na Faculdade de Direito da USP, no curso de pós-graduação, da disciplina “*Desenvolvimento: racionalidades, ferramentas e arranjos jurídicos*” ministrada pelo Professor Diogo R. Coutinho, em 2010.

<sup>10</sup> Segundo NORTH (1990): “Institutions are the rules of the game in a society or, more formally, are the humanly devised constraints that shape human interaction. In consequence they structure incentives in human exchange, whether political, social or economic. Institutional change shapes the way societies evolve through time and hence is the key to understanding historical change.” (NORTH, Douglas. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990, p. 3).

<sup>11</sup> RODRIK, Dani. *Development strategies for the next century*. World Bank, Annual World Bank Conference on Development Economics, 2001, p. 8.

<sup>12</sup> Idem, p. 33 e 34.

<sup>13</sup> Conforme anotações de aula proferida pelo Professor Diogo R. Coutinho, na Faculdade de Direito da USP, no curso de pós-graduação, da disciplina “*Desenvolvimento: racionalidades, ferramentas e arranjos jurídicos*” ministrada pelo Professor Diogo R. Coutinho, em 2010. Ainda, segundo TRUBEK (2008), o estudo do Direito e desenvolvimento aumenta em importância, tendo em vista as novas oportunidades trazidas pelo que o autor denomina de *The New Political Economy of Development* (Nova Economia Política do Desenvolvimento), marcada pela superação do Estado neo-liberal, e pela atuação planejadora do Estado, porém com uma agenda diversa do Estado desenvolvimentista dos anos 1960-70, o que resulta no papel diferente a ser desempenhado pelo Direito. Dentro desse novo papel, TRUBEK (2008) aponta para as

- 1) O Direito visto como objetivo ou moldura na qual um conjunto de escolhas políticas é positivada. O Direito cristaliza escolhas políticas, criando um universo de medidas possíveis de serem tomadas, e outro universo de medidas incompatíveis com tais escolhas.
- 2) O Direito visto como meio ou ferramenta voltada para a consecução de determinados fins. Dentro dessas ferramentas podemos enumerar: a. Ferramentas de políticas públicas, ferramentas que regulam a relação público-privada, ferramentas que regulam a relação entre privados.
- 3) Direito visto como arranjo institucional, na media em que estabelece competências, distribui tarefas, evitando sobreposições, lacunas e disputa.

Inferência de tudo que foi acima exposto, ligar o papel do Direito no desenvolvimento, ao ideário de avanço tecnológico do país, parece-nos uma tarefa de competência dos juristas de fundamental importância.

Retornando ao tema do *venture capital* como instrumento de financiamento de inovações, as lições da *Law & Development* revela-nos uma metodologia pela qual podemos refletir sobre o papel do Direito no estímulo desta modalidade de financiamento. Mais especificamente o Direito visto como meio ou ferramenta voltada para a consecução de determinados fins, no caso o financiamento de inovações, constitui o norte da presente dissertação.

E com base nesse norte que formulamos a pergunta que a presente dissertação visa a responder: o Direito brasileiro apresenta instituições que possibilitem a recepção da indústria *venture capital* como modalidade de financiamento de inovações?

Para responder a essa questão, entendemos necessária a análise da estruturação do

---

seguintes questões que devem ser respondidas pelo Direito: “How to protect rights without stifling innovation or creative destruction; How to create transparency in public-private relationships without deterring the free flow of information between state and private actors; How to manage government support and subsidy for specific industries without creating monopolies or inefficient firms or conflict with global trade rules; How to tailor regulatory regimes to industry needs and global opportunities while maintaining a commitment to legal equality; How to ensure private investment in public services and infrastructure meets national objectives; How to ensure that corporate governance law encourages both investment and innovation; How to craft legal institutions that will foster attention to social needs and poverty reduction; How to ensure that ‘the haves don’t come out ahead’ because complex, flexible, and revisable rules of the game unnecessarily favor large economic actors over others.” (TRUBEK, David. *op. cit.* nota 8, pp. 21 e 22).

*venture capital* a fim de identificarmos os principais problemas cujas soluções o Direito pode contribuir. O estudo da doutrina estrangeira, neste aspecto, mostra-se de elevada relevância e pertinência, tendo em vista que o *venture capital* é um fenômeno conhecido há décadas em países como Estados Unidos e Reino Unido<sup>14</sup>, o que nos permitirá analisar problemas já identificados pela prática desta atividade. Também de grande utilidade, será o estudo dos mecanismos encontrados nestas jurisdições para lidar com tais problemas, e quão efetivos são.

O estudo do Direito estrangeiro mostra-se de utilidade prática para nosso propósito, de onde acreditamos ser possível retirar lições importantes na reflexão sobre a atuação do Direito pátrio e demais instituições, bem como auxiliar no desenho de novas instituições ou alterações das já existentes. Quando tratamos de operações de *venture capital*, a importância desse estudo é incrementada pelo fato da experiência brasileira ser considerada como relativamente recente e ainda incipiente. Longe de acreditarmos na eficiência da simples importação de modelos, sem considerar as condições anteriores e existentes que cercam as instituições, o propósito do estudo do Direito de outros países é aprender com os casos bem sucedidos e com os casos de insucesso, os fatores que levaram a tal sucesso ou insucesso e que, também, possam representar fatores essenciais para o sucesso do desenvolvimento do mercado de *venture capital* brasileiro.

Embora o aprendizado pela experimentação, via “tentativa e erro”, seja fundamental quando tratamos de instituições, que estão enraizadas<sup>15</sup> no meio social (o que inclui os mais diversos fatores como o econômico, cultural, institucional, político, religioso, entre outros), acreditamos que essa experimentação pode ter suas chances de insucesso diminuídas, quando aprendemos com a experiência de mercados que já passaram pelo processo de amadurecimento. É com base nesta crença que passamos à análise da estruturação das operações de *venture capital* em outros países.

Uma vez identificados os principais problemas, o passo seguinte é analisar o Direito brasileiro a fim de criticar sua adequação a tais problemas, bem como analisar

---

<sup>14</sup> Segundo FREEMAN (2005), as formas organizacionais do *venture capital* como conhecidas hoje nos EUA datam de 1961. Porém, antes disso, bancos de investimentos e firmas de outras naturezas realizavam esse tipo de atividade. Vide FREEMAN, John. *Venture Capital and Modern Capitalism*. in NEE, Victor, e SWEDBERG, Richard (ed.). *The Economic Sociology of Capitalism*. Princeton University Press, 2005, p. 154.

<sup>15</sup> No sentido do termo em inglês “*embeddedness*”. Vide WILLIAMSON, Oliver. *The new institutional economics: taking stock, looking ahead*. in *Journal of Economic Literature*, vol. 38, 2000, pp. 595-613.



institutos funcionalmente similares aos identificados no Direito estrangeiro para solucioná-los.

Conforme exposto abaixo, nossa conclusão é que de uma maneira geral os instrumentos jurídicos brasileiros estão aptos a serem utilizados na cadeia de investimentos em *venture capital*. A maior parte dos mecanismos indicados pela literatura, encontra guarida na legislação brasileira, ainda que formalmente estruturados de forma diversa. Neste sentido, merecem destaque a criação dos fundos regulados pelas Instruções CVM 209/94 e 391/03, bem como a lei das sociedades anônimas (Lei nº 6.404/76).

Não obstante, concluímos também pela possibilidade de aperfeiçoamentos com vistas a melhor acomodar os interesses de investidores, *venture capitalists*, e empreendedores. Tais aperfeiçoamentos são sugeridos ao final de nosso trabalho.

A contribuição a que se presta a presente pesquisa está na premissa de que quanto mais os instrumentos jurídicos funcionarem de forma a maximizar eficiência e adequação nas operações de *venture capital*, mais atores estarão dispostos a participar delas, significando, portanto, mais investidores dispostos a destinar recursos para investimento em inovações, e mais empreendedores dispostos a arriscarem-se em processos ligados a inovações. Inovações, que por sua vez, são essenciais para o desenvolvimento sustentável e de longo prazo do nosso país.

# I. A IMPORTÂNCIA DA INDÚSTRIA DO *VENTURE CAPITAL* COMO MEIO DE FINANCIAMENTO DE INOVAÇÕES NO BRASIL

## I.1. A Importância das Inovações no Desenvolvimento

Na escalada dos países na busca pelo tão desejado desenvolvimento, observa-se que, tanto no passado quanto no presente, as inovações desempenharam e desempenham papel central nas agendas das políticas públicas nacionais bem sucedidas.

Quando o assunto é inovações, identifica-se como primeiro teórico a apontar a relação entre inovações e as economias capitalistas, Joseph SCHUMPETER. Em sua obra *Teoria do Desenvolvimento Econômico*, publicada pela primeira vez em 1911, SCHUMPETER (1961)<sup>16</sup> descreve o funcionamento e o impacto das inovações introduzidas por empreendedores no “fluxo circular da vida econômica”<sup>17</sup> no sistema capitalista. Ao introduzir uma inovação no mercado, o empreendedor “destrói” a situação de equilíbrio característico deste fluxo, e presencia-se um desenvolvimento dinâmico e não linear a partir de então<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> SCHUMPETER, Joseph Alois. *Teoria do desenvolvimento econômico: uma pesquisa sobre lucros, capital, crédito, juros e ciclo econômico*. Trad. por Laura Schalaepfer, Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961.

<sup>17</sup> Referindo-se ao fluxo circulatório da vida econômica, SCHUMPETER (1961) escreve: “A teoria do primeiro capítulo apresenta a vida econômica do ponto de vista da tendência do sistema econômico para uma posição de equilíbrio; tendência esta que nos dá os meios de determinar preços e quantidades de bens e pode ser descrita como uma adaptação aos dados existentes em qualquer época” (*idem*, p. 88). O termo “Fluxo Circular” é utilizado por SCHUMPETER para descrever uma situação imaginária de economia estacionária, conforme descreve HAGEDOORN (1986) em HAGEDOORN, John. *Entrepreneurship and Innovation – Schumpeter Revisited*, in *Industrial & Corporate Change*, Oxford University Press, v. 5, n. 3, 1986, p. 885. Referida situação é caracterizada por uma concorrência perfeita, em que as atividades e as relações se processam de maneira circular. As principais mudanças são introduzidas por fatores externos ao sistema econômico.

<sup>18</sup> Segundo SCHUMPETER (1961): “O desenvolvimento, no sentido em que o tomamos, é um fenômeno à parte, inteiramente fora do que se possa observar no fluxo circulatório ou na tendência de equilíbrio. É transformação espontânea e descontínua das artérias do fluxo, distúrbio de equilíbrio, que altera e desloca, para sempre, o estado de equilíbrio preexistente. Nossa teoria do desenvolvimento nada mais é do que o trato deste fenômeno e dos processos nele incidentes” (SCHUMPETER, Joseph Alois. *op. cit* nota 16, p. 91). Mais a frente o autor escreve: “O desenvolvimento, segundo a nossa aceção, então, se define como o levar avante novas combinações. Esse conceito abrange os cinco casos seguintes: 1) a aceitação de um novo bem – ou seja de um bem com o qual o consumidor não esteja ainda familiarizado – ou de nova qualidade de um bem. 2) a adoção de um novo método de produção, isto é: aquele ainda não comprovado pela experiência no ramo da indústria a que está ligado, o qual não precisa absolutamente basear-se numa descoberta cientificamente recente e pode também consistir em uma nova maneira de tratar comercialmente uma utilidade. 3) A abertura de um novo mercado, quer dizer: um mercado onde ainda não houvesse penetrado o ramo específico da

Nas últimas décadas o desenvolvimento tecnológico tornou-se central nas estratégias de desenvolvimento e crescimento dos países, chegando alguns autores a afirmar que atualmente vive-se uma nova era do direito concorrencial, em que a competição entre empresas dá lugar à competição entre os países pelo avanço tecnológico<sup>19</sup>.

No entanto, ao contrário do que muitas vezes é associada, inovação não se resume apenas à alta tecnologia. Inovação refere-se à produção de valor econômico no mercado. Incluem-se, também, os avanços baseados na cópia e imitação<sup>20</sup>, processos de aprendizagem, transformações organizacionais, de processo, de logística, de *marketing*, e de novos modelos de negócios.<sup>21</sup> Somente tomando-se tal conceito amplo de inovações, e incluindo tais processos no estudo das estratégias de inovações, é que se compreende o acelerado desenvolvimento da China e Índia, onde os principais fatores do rápido crescimento não foram os processos de domínio de tecnologias críticas, mas sim, os processos acima destacados.

Inovações não apenas tornaram-se prioritárias nas agendas das políticas públicas dos países, como também das empresas. Tal tratamento prioritário é descrito por ALVAREZ (2010):

“Se não é de hoje que o assunto desperta o interesse dos economistas, é também verdade que, historicamente, caracterizou-se por ser marginal nas agendas da pesquisa, da gestão empresarial e da ação governamental/pública. Vivemos novos tempos: a inovação está na ribalta e sob a luz dos holofotes dos gestores empresariais e públicos. Ao redor do mundo, governos, empresas, e instituições de fomento ao desenvolvimento mantêm, incrementam e/ou lançam novos programas de

---

indústria do país em jogo, quer este mercado existisse ou não anteriormente. 4) A conquista de nova fonte de suprimento das matérias-primas ou produtos semi-industrializados, também sem levar em conta, se esta fonte já existe, ou primeiro precisa ser criada. 5) A execução de uma nova organização de qualquer indústria, qual a instauração de um sistema de monopólio (por exemplo: através da “trustificação”), ou do colapso da situação monopolista” (idem, p. 93).

<sup>19</sup> Vide SALOMÃO FILHO, Calixto, *Regulação da atividade Econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*, 2ª ed., Malheiros, São Paulo, 2008, pp. 152 e 153.

<sup>20</sup> Segundo ACEMOGLU, AGHION e ZILIBOTTI (2002): “Relatively backward economies can grow with an investment-based strategy” (ACEMOGLU, Daron; AGHION, Philippe; e ZILIBOTTI, Fabrizio. *Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth*, Working Paper 9066, Cambridge, NBER, 2002, p. 3). Segundo os autores, economias atrasadas podem se beneficiar, até um certo limite, de estratégias baseadas em investimento, em que as empresas buscam copiar e adotar tecnologias dos países que se encontram na fronteira.

<sup>21</sup> Neste sentido ver ARBIX, Glauco et al (Org.); *op. cit.* nota 5, p. 71.

promoção da inovação.”<sup>22</sup>

Estudos do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)<sup>23</sup> destacam para uma relação positiva entre inovações tecnológicas e melhoras do desempenho econômico e das condições de trabalho. Basicamente, as pesquisas mostram que as empresas que inovam faturam mais e geram mais e melhores empregos.

Adicionam-se, ainda, dois fatores que aumentam a relevância das inovações no contexto globalizado. Primeiro, a crescente importância das atividades produtivas imateriais, tais como os setores de serviços, atividades de engenharia, gestão de marca, design, gestão de cadeias de distribuição, etc. Segundo, pela estagnação dos mercados dos países centrais e expansão dos mercados internos dos países emergentes, exigindo produtos diferenciados e individuais a fim de ganhar o gosto do consumidor dos mercados maduros, e, por outro lado, produtos adequados ao poder de compra e necessidades dos consumidores dos países emergentes.

Estudo da OCDE sobre o padrão de desenvolvimento dos países demonstra que as taxas mais aceleradas de crescimento durante os anos 90 estão relacionadas a mudanças tecnológicas e avanços advindos de investimentos em inovação e conhecimento<sup>24</sup>.

É neste sentido que os países voltam suas estratégias para o incentivo às inovações. Segundo levantamento feito pela OCDE, em 2009, o total de gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) pelos países da OCDE ultrapassou U\$964 bilhões<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> ALVAREZ; Roberto dos Reis. *Inovar é Preciso!*, in ARBIX, Glauco. et al. (Orgs.); *op. cit.* nota 5, pp. 34 e 35.

<sup>23</sup> Disponíveis em [http://www.ipea.gov.br/005/00502001.jsp?ttCD\\_CHAVE=232#](http://www.ipea.gov.br/005/00502001.jsp?ttCD_CHAVE=232#). Acesso em 23 de abr 2011.

<sup>24</sup> Conforme seguinte passagem: “Chapter 1 pointed to various factors driving differences in growth performance across the OECD area. Economic growth can be achieved through increased or improved use of labour and capital or through a rise in multi-factor productivity (MFP). None of these factors stands out as being the single most important in all OECD countries. In some countries where growth has accelerated in recent years (notably Australia, Denmark, Finland, Ireland, Norway, the United States), however, growth has been accompanied by aboveaverage increases in MFP. Growth in MFP can arise from several sources, but among the most important are “disembodied” technological change (*e.g.* organisational change and learning by doing) and spillovers from investment in innovation and knowledge. In addition, a significant part of technological change is “embodied” in capital equipment; the growing role of information and communication technologies (ICT), in particular, points to quality improvements in capital equipment. Finally, OECD analysis provides evidence that employment growth has been skill-biased and that quality changes in labour input play an important role in recent growth trends (Scarpetta *et al.*, 2000).” OECD, *A New Economy?: The Changing Role of Innovation and Information Technology in Growth*, 2000, p. 24.

<sup>25</sup> Segundo este levantamento, em 2009, os EUA gastaram mais de U\$398 bilhões, Japão U\$148 bilhões, e o total da União Européia U\$299 bilhões. Segundo este mesmo levantamento da OCDE, a China investiu mais de U\$120 bilhões. Ver OCDE, *op cit* nota 2.

No Brasil, em 2009, os investimentos em P&D ultrapassaram U\$24 bilhões, representando 1,19% do PIB<sup>26</sup>. Tal percentual é relativamente baixo quando comparamos com países como Japão, Coréia, Alemanha e EUA, que apresentaram gastos com P&D em relação ao PIB, respectivamente, de 3,44% (2008), 3,36%, (2008) 2,82% (2008) e 2,77% (2008).

O incentivo a inovações no Brasil é tema consolidado e faz-se presente na agenda política dos recentes governos. Prova disso, é a própria alçada constitucional da busca pelo avanço tecnológico como um dos objetivos do Estado, nos termos do art. 218, cujo caput assim estabelece o “Estado promoverá e incentivará o desenvolvimento científico, a pesquisa e a capacitação tecnológicas.”<sup>27</sup>

Evidenciando, ainda, esse esforço de implementação de políticas pró-inovações, podemos citar a criação dos fundos setoriais nos anos 1990 e mais tarde a promulgação da Lei 10.973/94 (Lei de Inovação) e Lei 11.196/2005 (Lei do Bem)<sup>28</sup>.

De todo o exposto neste item, conclui-se que o tema das inovações é de suma importância para qualquer estratégia de desenvolvimento econômico e social das nações, conforme arremata ARBIX (2010):

“Com esse sentido amplo, inovação tem hoje presença obrigatória nas estratégias de desenvolvimento no mundo todo. Gerada em ambiente cada vez mais globalizado, destaca-se atualmente como uma das mais significativas fontes do bom desempenho econômico das nações. Com diferentes formatos, dimensões e características, os processos de

---

<sup>26</sup> Conforme indicadores do Ministério de Ciência e Tecnologia disponíveis em <http://www.mct.gov.br/index.php/content/view/7969.html>.

<sup>27</sup> Apesar de meritória a alçada constitucional da questão tecnológica, o conceito não abarca a totalidade das inovações, entendidas no sentido mais amplo, não sendo compreendidos os processos de aprendizagem, transformações organizacionais, de processo, de logística, de *marketing*, e de novos modelos de negócios. Além disso, a previsão constitucional é meritória por um lado, pois traz uma garantia de continuidade da persecução de políticas públicas ao longo dos diversos governos, por outro lado, traz o potencial de engessar e retirar a flexibilidade necessária para acolhimento de necessidades advindas da dinâmica das relações envolvendo inovações.

<sup>28</sup> A Lei de Inovação traz claros objetivos a serem perseguidos com vistas a inovação, prevendo ferramentas para a cooperação entre entidades de pesquisas/universidades e empresas, incentivar a inovação dentro das empresas, previsão de financiamentos através da Financiadora de Estudos e Projetos – FINEP, e criação de fundos de investimentos em empresas cuja atividade principal seja a inovação. A Lei do Bem, por outro lado, cria incentivos fiscais para pessoas jurídicas que realizam pesquisa e desenvolvimento voltados à inovação tecnológica. Além desses marcos regulatórios é possível identificar, ainda, a Lei 11.077/04 (altera a Lei de Informática), Lei 11.080 (cria a agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial), Lei 11.105/05 (Lei de biossegurança), PITCE – Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior, lançada em 2003, e Política de Desenvolvimento Produtivo – PDP lançada em maio de 2008, bem como ajustes nas portarias ministeriais.

inovação geram aumento de produtividade, empregos de melhor qualidade e elevação do nível de bem estar, além de auxiliar no enfrentamento de todos os desafios ligados ao meio ambiente.”<sup>29</sup>

## **I.2. O Problema do Financiamento de Inovações**

Quando abordamos estratégias envolvendo a promoção de inovações, não há como prescindir de um sistema eficiente de financiamento.

Tomando a amplitude do ecossistema que envolve a propulsão de inovações com potencial de gerar efeitos na economia, a questão do financiamento toma, conseqüentemente, amplitude de atuação, envolvendo atores públicos e privados. Os recursos financeiros a serem alocados neste ecossistema devem cobrir investimentos em infra-estrutura, educação, formação e capacitação de pessoas, pesquisas acadêmicas, criação de parques tecnológicos, formação de redes de colaboração, cooperações internacionais, programas de re-investimento em P&D dentro das empresas, e apoio a pequenas e médias empresas, dentre outros.

Trata-se de um fator central que os investimentos fluam por todo esse ecossistema, o que, conseqüentemente, leva à preocupação sobre a necessidade de uma ampla base de captação e direcionamento eficaz no momento de alocação desses recursos.

Enquanto muitas das necessidades do ecossistema da inovação, por recursos financeiros, possam ser resolvidas mediante decisões políticas envolvendo orçamento público (o que não consideramos como algo trivial, no entanto) ou soluções de mercado mediante financiamentos tradicionais pelo sistema financeiro, existe um braço desse ecossistema que apresenta peculiaridades que demandam instrumentos específicos capazes de financiá-lo: as pequenas e médias empresas, startups e sementes, com alto potencial de gerar inovações.

Primeiramente cabe notar que as empresas ocupam papel central no desenvolvimento de inovações. São elas que estão imersas no mercado e possuem maior contato com a demanda por produtos e serviços. Inovações não produzem riqueza se não

---

<sup>29</sup> ARBIX, Glauco et al (Orgs.), *op. cit.* nota 5, pp. 70 e 71.

são capazes de serem inseridas no mercado<sup>30</sup>. Conforme afirma MELO (2005):

“As empresas são o centro do sistema de inovação. Não há mais dúvida quanto a isso, nem do ponto de vista teórico, nem tão pouco do ponto de vista empírico. A própria OMC reconhece este fato, ao admitir os aportes financeiros, entre os quais os subsídios financeiros a pesquisas vinculadas a objetivos produtivos, comerciais e de lucro. Apenas impõe determinados limites.”<sup>31</sup>

Em segundo lugar, pesquisas sobre o impacto das inovações na economia revelam que as pequenas empresas emergentes são importantes fontes de criação de inovações e geração de empregos. Empresas pequenas são tidas como mais aptas a inovar em áreas caracterizadas por muita incerteza e alto risco. Esta é uma das conclusões de relatório da OCDE (2000) sobre o crescimento econômico dos países:

“Start-up firms are important sources of new ideas and innovation and may have an advantage over larger established firms in emerging areas where demand patterns are unclear, risks are large, and the technology has yet to be worked out. Microsoft is a notable example of a firm that began life as a start-up. In the United States, large firms – Cisco is one example – “go shopping” in Silicon Valley and buy up or buy shares in small innovative projects. In 1999, Microsoft acquired shares in 44 firms (for USD 13 billion) and Intel in 35 (for USD 5 billion).”<sup>32</sup>

Portanto, a questão do financiamento a inovações deve lidar com preocupações

---

<sup>30</sup> Interessante notar que SCHUMPETER (1961) já considerava como os principais agentes criadores de inovações o empresário e as novas empresas. v. SCHUMPETER, Joseph Alois, *Teoria do desenvolvimento econômico : uma pesquisa sobre lucros, capital, crédito, juros e ciclo econômico*, Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961.

<sup>31</sup> MELO, Luiz Martins. *O Financiamento das Empresas Inovadoras: alternativas para discussão*, paper, 2005, pp. 4 e 5, disponível em [www.ie.ufrj.br/eventos/seminarios/pesquisa/texto\\_11\\_10.pdf](http://www.ie.ufrj.br/eventos/seminarios/pesquisa/texto_11_10.pdf). Acesso em 23 abr 2011. Ainda, ARBIX et al (2010) afirma que: “A inovação é gerada em muitos lugares, organizações e instituições da sociedade. Mas o lugar mais apropriado e equipado para transformar uma idéia em produto ou processo com impacto no mercado é a empresa.” ARBIX, Glauco et al (Orgs.), *op. cit.* nota 5, p. 315.

<sup>32</sup> OECD, *A New Economy?: The Changing Role of Innovation and Information Technology in Growth*, 2000, p. 9. Ainda sobre a importância das pequenas empresas, ver NATIONAL SCIENCE FOUNDATION-NSF. Science and Engineering Indicators – 2008, Washington:NSF. 2008, p.6-46: “Many of the new technologies and industries seen as critical to U.S. economic growth are also closely identified with small businesses, i.e., those employing fewer than 500 people. Biotechnology, the Internet, and computer software are examples of industries built around new technologies that were initially commercialized by small businesses. Operating within commercial environments characterized by fastmoving technology and rapidly changing consumer needs, small businesses learn from their customers, suppliers, and government labs and universities, and innovate based on what they have learned. This agility makes high-technology small businesses a key sector for developing, adopting, and diffusing new technologies within the U.S. economy.”. No Brasil, o Ministério da Ciência e Tecnologia também considera como crítico o apoio às micros e pequenas empresas inovadoras, conforme infere-se do Plano de ação 2007-2010, desenvolvido pelo ministério e acessível em Ministério da Ciência e Tecnologia, *Ciência, Tecnologia e Inovação para o Desenvolvimento Nacional. Plano de Ação 2007-2010*, p. 29, [http://www.mct.gov.br/udp\\_blob/0021/21439.pdf](http://www.mct.gov.br/udp_blob/0021/21439.pdf).

relacionadas ao financiamento de projetos inovadores, principalmente, em pequenas empresas emergentes.

Entretanto, o financiamento de inovações em tais empresas relava-se problemático, uma vez que elas não possuem fluxos de caixa que possibilitem a retenção de lucros para reinvestimento em processos de pesquisa e desenvolvimento, e por não possuírem acesso a financiamentos bancários adequados para o risco e prazos envolvendo processos de desenvolvimento de inovações.

Projetos envolvendo o desenvolvimento de inovações são incertos tanto com relação ao sucesso da nova técnica, quanto com relação à aceitação do novo produto, serviço ou processo pelo mercado. Tal incerteza torna dificultosa a concessão de financiamentos bancários, ainda mais quando somada à falta de garantia, dificuldade de valoração de bens intangíveis, e prazos de maturação dos projetos incertos que impedem uma programação de pagamentos.

Segundo SCHAPIRO (2010)<sup>33</sup>, as dificuldades das empresas emergentes obterem financiamento para seus projetos de inovação devem-se ao seguinte:

- a) Intangibilidade de seus ativos. Os ativos envolvendo projetos de inovações em empresas emergentes são predominantemente intangíveis, com produção baseada em conhecimento, e carecem de bens físicos como máquinas e materiais, o que impõe dificuldades de programação, mensuração e valoração.
- b) Impossibilidade de mitigar riscos. As empresas emergentes não possuem atributos que possam mitigar os riscos do financiamento, tais como *track record* (histórico) e patrimônio passível de servir como garantia real.

Por tais motivos, o financiamento de inovações em empresas emergentes é problemático. Isso se aplica também para o financiamento via mercado de capitais, já que as incertezas envolvendo os projetos e a falta de histórico, tornam o investimento

---

<sup>33</sup> V. SCHAPIRO, Mario Gomes. *Banco de Desenvolvimento, Regulação e Auto-Regulação: complementaridade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco*. 2010, p.12. Disponível em [http://www.direitogv.com.br/subportais/BANCO\\_DE\\_DESENVOLVIMENTO\\_regulacao\\_autoregulacao.pdf](http://www.direitogv.com.br/subportais/BANCO_DE_DESENVOLVIMENTO_regulacao_autoregulacao.pdf) Acesso em 17 abr 2011.



desproporcionalmente arriscado quando comparado às outras empresas já estabelecidas<sup>34</sup>.

MELO (2005) sintetiza tais problemas nos seguintes termos:

“Para as FEBTs [firmas emergentes de base tecnológicas] pode-se afirmar que o problema é inverso. Elas não têm acesso normal a nenhuma das quatro fontes de financiamento. Lucros retidos são escassos ou inexistentes. É provável que não tenham, até mesmo, geração de caixa suficiente para bancar, na totalidade, as suas atividades correntes. Não possuem uma base sólida de mercado. O seu reconhecimento pelos clientes é frágil. Não possuem relações com o sistema financeiro e não têm condições de oferecer garantia real e financeira para empréstimos.”<sup>35</sup>

Portanto, o aprimoramento do ecossistema de inovações dos países deve lidar com o problema do financiamento das inovações, e mais especificamente, com o financiamento de empresas emergentes com potencial de gerar inovações. Para resolver esses problemas, os países adotam estratégias individualizadas baseando-se nas instituições já existentes e nas condições de cada mercado. Trata-se de uma tarefa essencial da qual depende o próprio projeto de desenvolvimento dos países, conforme a seguinte passagem do relatório da OCDE (2000):

“Finance is a key requirement for innovation. As the nature of innovation has changed, so have methods of financing it. Growth disparities may be partly related to OECD countries’ uneven achievements in adapting to these changes. Certain financial systems that performed well in funding mature industries have been less effective in providing capital to emerging industries and firms. New firms tend to have little access to retained earnings (cash flow and depreciation); if this limits their access to finance, they may not be able grow or invest in innovation. A financial system that can address this problem is clearly an advantage in an economy where new industries, such as those based on information technology and biotechnology, are of growing importance.”<sup>36</sup>

No Brasil, a questão do financiamento a inovações contempla um agravante que consiste na própria precariedade de um mercado interno de financiamento de longo prazo para as empresas<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> Idem, p. 13.

<sup>35</sup> MELO, Luiz Martins. *op. cit.* nota 31, p. 8.

<sup>36</sup> OECD, *op. cit.* nota 1, p. 32.

<sup>37</sup> Sobre o problema do financiamento na América Latina, ver STALLINGS, Barbara & STUDART, Rogerio, *Finance for Development: Latin America in Comparative Perspective*. Brookings Institution Press and Economic Commission For Latin America Caribbean 2006, Chapter 9. Ver, também, ARIDA, Persio,

Basicamente, as empresas podem ter o acesso ao mercado de financiamento de longo prazo através: do sistema bancário e do mercado de capitais. Com relação ao mercado de capitais, nos últimos anos observamos um grande desenvolvimento marcado, principalmente, pela criação, em 2000, dos níveis diferenciados de listagem da BMF&BOVESPA, quais sejam, o Nível 1, Nível 2, e o Novo Mercado<sup>38</sup>. Além desse fato, contribuem para esse desenvolvimento a regulação mais presente da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), o desenvolvimento de associações, empresas e demais organizações que participam do fomento, elaboração e fiscalização de regras de auto-regulação do mercado, dentre as quais podemos citar a BMF&BOVESPA, a CETIP, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“AMBIMA”), o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”), e o BNDES, bem como o quadro macroeconômico brasileiro, incluindo a estabilização monetária, a expansão da liquidez internacional, a melhora do Brasil na avaliação de risco por agências internacionais de classificação de risco, a redução da taxa SELIC, além de incentivos fiscais destinados a investidores do mercado. Entretanto, não obstante todo esse desenvolvimento, empresas médias e de pequeno porte possuem dificuldades de acesso ao mercado de capitais. Dentre as razões estão os altos custos de manutenção e cumprimento de regras impostas para empresas listadas, altos custos relacionados à emissão de valores mobiliários no mercado público, bem como a competição com valores mobiliários de empresas melhores estabelecidas em comparação com o alto risco atrelado a valores emitidos por empresas pequenas e médias e sem histórico (*track record*)<sup>39</sup>.

No que se refere ao sistema bancário, as concessões de crédito de longo prazo são dominadas pelo BNDES, sendo incipiente a participação dos bancos privados. Conforme estudo do IPEA, em 2010, o saldo das operações de crédito com prazos superiores a cinco

---

BACHA, Edmar Lisboa, & LARA-RESENDE, André. *Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: conjectures on the case of Brazil*. Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, Rio de Janeiro, Brazil, 2004.

<sup>38</sup> Para um conciso histórico sobre o mercado de capitais brasileiro ver CARVALHO, Ney, *Criação Inspirada*. Revista Capital Aberto, Ed. Especial, Abril 2012, pp. 8 a 10.

<sup>39</sup> Ainda, sobre a insuficiência do mercado de capitais em financiar o desenvolvimento do país, estudo do INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA aponta: “Em suma, não obstante o movimento de expansão ocorrido no mercado brasileiro de capitais durante os últimos anos, a fração de recursos destinados ao financiamento de formação bruta de capital fixo ainda é considerada insuficiente para sustentar um padrão no qual os mercados de capitais protagonizem a oferta de *funding* necessária ao financiamento do desenvolvimento brasileiro” (IPEA. *Brasil em desenvolvimento 2011: Estado, planejamento e políticas públicas*. Brasília : Ipea, 2012, vol. 2, pp. 302. Disponível em [http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro\\_brasil\\_desenvolvimento2011\\_vol02.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_brasil_desenvolvimento2011_vol02.pdf)). Acesso em 21 de jun de 2012.)

anos nos seis maiores bancos privados brasileiros, não ultrapassou 6,51%, sendo a maioria das operações concentradas nos créditos com prazos inferiores a um ano.<sup>40</sup> Dentre as possíveis causas para a ausência do mercado de crédito de longo prazo no Brasil, os economistas apontam para: altas taxas de juros praticadas pelos bancos privados no mercado de crédito, baixa taxa de poupança, a dominação do mercado pelo BNDES, viés inflacionário da política econômica brasileira, resquíio da superindexação<sup>41</sup>, problemas de *funding*<sup>42</sup>, e incerteza judiciária<sup>43</sup>.

Como podemos observar pelo exposto acima, a questão do financiamento a inovações no Brasil encontra obstáculos tanto de sua própria natureza caracterizada por ser altamente arriscado, bem como pela própria ausência de um mercado desenvolvido de crédito a longo prazo no país.

Entretanto, convencidos de que as inovações constituem peça fundamental para o desenvolvimento do país, conforme exposto no item I.1 deste Capítulo, entendemos que é de extrema importância que esse gargalo do financiamento seja solucionado. Dentro das possibilidades de se viabilizar a direção de recursos para o financiamento de inovações é que se inserem as operações de *venture capital*.

### **I.3. A contribuição do *Venture Capital* para o Financiamento de Inovações**

Financiamento de inovações é caracterizado como uma atividade de elevado risco, tendo em vista a incerteza do retorno e sucesso do empreendimento. Essa incerteza deriva tanto de questões técnicas como da aceitação da inovação pelo mercado. Tal característica impõe desafios que fogem ao financiamento convencional, conforme conduzido nos mercados financeiros e de capitais.

Como uma das soluções viáveis para tal desafio, especificamente no que tange à

---

<sup>40</sup> Idem, pp. 297 e 298.

<sup>41</sup> Vide BOLLE, Monica Baumgarten de, *Um modelo dominado pelo crédito público*, in Valor Econômico, 02.05.2012, acessado em <http://www.valor.com.br/rumos/2639666/um-modelo-dominado-pelo-credito-publico>.

<sup>42</sup> Vide PAULA, Luiz Fernando de & PIRES, Manoel Carlos de Castro, *Financiamento de Longo Prazo: perspectivas*. In Valor Econômico, 11.06.2012, acessado em <http://www.valor.com.br/opiniao/2697848/financiamento-de-longo-prazo-perspectivas>.

<sup>43</sup> Vide ARIDA, Persio, BACHA, Edmar Lisboa, & LARA-RESENDE, André. *Crédit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: conjectures on the case of Brazil*. Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, Rio de Janeiro, Brazil, 2004.

importância das pequenas e médias empresas no ecossistema das inovações, que encontramos as operações de *venture capital*. Caracterizados pela disposição de assumir posições de alto risco, mas que possuem potencial de produzir retornos elevados, os agentes ligados ao mercado de *venture capital* podem contribuir em preencher a lacuna existente no financiamento de inovações.

Existem evidências de que operações de *venture capital* foram fundamentais para o crescimento econômico dos Estados Unidos durante as décadas de 80 e 90 do século passado<sup>44</sup>, e, também, sobre o importante papel desempenhado pelo *venture capital* no financiamento de empresas do ramo de tecnologia no Reino Unido<sup>45</sup>. Mediante tais operações, investidores com apetite para assumirem posições de alto risco, mesmo sem conhecimentos técnicos sobre os empreendimentos que recebem os recursos por eles disponibilizados, são capazes de participar e se beneficiarem de “janelas de oportunidades” em novas tecnologias. Por outro lado, as empresas investidas são providas de recursos necessários para financiar seus projetos e atividades, bem como de conhecimento e expertise em questões de governança corporativa e rede de contatos dos gestores de *venture capital*. KORTUM & LERNER (2000), para medirem a contribuição das operações de *venture capital* no surgimento de inovações, analisam o efeito de tais operações no registro de patentes nos Estados Unidos. Os autores chegam à conclusão de que existe uma forte relação positiva entre os investimentos de *venture capital* e o registro

---

<sup>44</sup> Vide OECD, *A New Economy?: The Changing Role of Innovation and Information Technology in Growth*, 2000, p. 34: “*In the 1990s in the United States, venture capital (VC) investment played a key role in the funding of innovative firms; it is now developing rapidly in Europe and Asia. It is a major factor in the development of technology start-ups, as it is primarily aimed at the commercial implementation of a major innovative idea or technology.*”

<sup>45</sup> Sobre a importância do *venture capital* para as pequenas e médias empresas com base tecnológica no Reino Unido, MCNELLY (1997) escreve: “*In the UK, TBFs [technology-based firms] of a range of ages and sizes and in a variety of locations have received sizeable tranches of CVC [corporate venture capital] finance, either directly or indirectly, during the 1980s and early 1990s. The financial history of these firms indicates that for the majority of them this finance has represented a significant proportion of the total external equity raised from all sources and has been a particularly important part of their initial rounds of external equity funding, when they are typically still in the start-up or other early stages of development. This illustrates the importance and potential of CVC as an early stage source of funds for growth-oriented TBFs with large capital requirements. As suggested by numerous authors (including Winters and Murfin, 1988; Collins and Doorley, 1991; Roberts, 1991), and confirmed throughout this thesis, the concentration of investment in early stage technology-based ventures reflects the motives of corporate investors which are often strategically oriented, and specifically related to obtaining windows on new technologies, or are concerned with benefiting financially from the growth of such firms*” (MCNELLY, Kevin, *Corporate Venture Capital. Bridging the equity gap in the small business sector*, Routledge, London and New York, 1997, pp. 37 e 38.

de patentes.<sup>46</sup>

Outros países também reconhecem a importância do *venture capital* como estratégia de impulso ao surgimento de inovações. Como exemplo desse reconhecimento podemos citar a proposta do parlamento da União Europeia sobre regulação dos fundos europeus de *venture capital*, divulgado em 2011<sup>47</sup>. Países da Ásia, incluindo China, Taiwan, Japão e Coreia do Sul, também possuem políticas de incentivo ao *venture capital*.<sup>48</sup>

Sobre a contribuição do *venture capital* para o financiamento de inovações, Ronald GILSON escreve:

“The venture capital market and firms whose creation and early stages were financed by venture capital are among the crown jewels of the American economy. Beyond representing an important engine of macroeconomic growth and job creation, these firms have been a major force in commercializing cutting-edge science, whether through their impact on existing industries as with the radical changes in pharmaceuticals catalyzed by venture-backed firms' commercialization of biotechnology, or by their role in developing entirely new industries as with the emergence of the Internet and World Wide Web. The venture capital market thus provides a unique link between finance and

---

<sup>46</sup> Conforme seguinte passagem: “This article examines the impact of venture capital on technological innovation. Patenting patterns across industries over a three-decade period suggest that the effect is positive and significant. The results are robust to different measures of venture activity, subsamples of industries, and representations of the relationship between patenting, R&D, and venture capital. Averaging across our preferred regressions, we come up with an estimate for *b* (the impact on patenting of a dollar of venture capital relative to a dollar of R&D) of 3.1. This estimate suggests that venture capital accounted for 8% of industrial innovations in the decade ending in 1992. Given the rapid increase in venture funding since 1992, and assuming that the potency of venture funding has remained constant, the results imply that by 1998, venture funding accounted for about 14% of U.S. innovative activity.” (KORTUM, Samuel & LERNER, Joshua. *Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation*, 31 *Rand J. Econ.* 674, 674-75, 2000. p. 691).

<sup>47</sup> Disponível em [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/venture\\_capital/111207-impact-assessment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/venture_capital/111207-impact-assessment_en.pdf). Acesso em 25 abr 2011.

<sup>48</sup> A China oferece regulação específica para o setor, dispondo sobre o estabelecimento de veículos de *venture capital* por estrangeiros, bem como sobre incentivos governamentais para firmas de *venture capital*. Vide VAUGHN, Christopher M. *Venture Capital in China: Developing a Regulatory Framework*. *Columbia Journal of Asian Law*, 16 *Colum. J. Asian L.* 227, 2002, pp. 6 e 7. Sobre aspectos do *venture capital* e histórico da regulação estatal sobre o setor em Taiwan, ver GULINELLO, Christopher. *Engineering a Venture Capital Market and the Effects of Government Control on Private Ordering: Lessons from the Taiwan Experience*. *George Washington International Law Review*, 37 *Geo. Wash. Int'l L. Rev.* 845, 2005. Sobre uma visão crítica do *venture capital* no Japão, ver SIBBITT, Eric C. *Law, Venture Capital, and Entrepreneurism in Japan: a Microeconomic Perspective on the Impact of Law on the Generation and Financing of Venture Business*. *Connecticut Journal of Intl Law*, 13:61, 1998, pp. 61-106. Sobre uma visão crítica da atuação estatal para incentivo do mercado de *venture capital* na Coreia do Sul, ver KO, Hakssoo & SHIN, Hyun Young. *Venture Capital in Korea? Special Law to Promote Venture Capital Companies*. *American University International Law Review*, 15 *Am. U. Int'l L. Rev.* 457, 2000.

innovation, providing start-up and early stage firms - organizational forms particularly well-suited to innovation - with capital market access that is tailored to the special task of financing these high-risk, high-return activities.”<sup>49</sup>

O mercado de *venture capital* tem a potencialidade de preencher uma necessidade das pequenas e médias empresas de perfil inovador em seus primeiros anos de atividade, momento em que elas não possuem geração de caixa suficiente para cobrir eventuais gastos em pesquisas, desenvolvimento de produtos e serviços, marketing, gastos com pessoal, aquisição de maquinário, etc, e, também, não conseguem acesso a financiamentos a taxas competitivas e com prazos compatíveis, seja no mercado de capitais ou no sistema bancário (pelas razões explicadas no item I.2 acima).

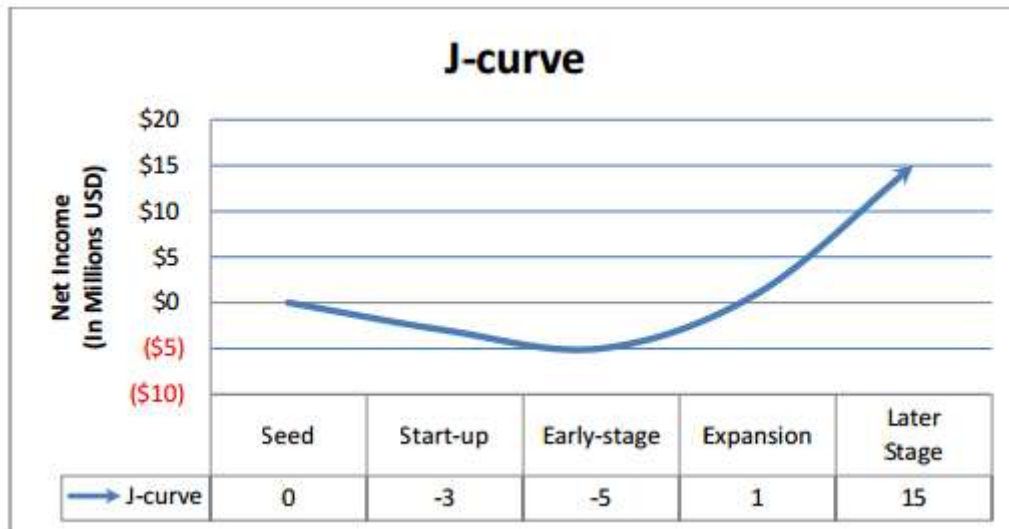
Abaixo, um exemplo de uma curva em “J” (“*J-curve*”) característica do fluxo de receitas de uma empresa ao longo de sua existência. No exemplo é utilizado um caso hipotético bem sucedido de uma empresa de base tecnológica. Como usual nestes casos, no início da vida da empresa (fases semente e *startup*) há altos custos fixos e nenhuma ou quase nenhuma receita. São as fases que antecedem o ingresso do produto ou serviço no mercado, ou seja, as fases de concepção da ideia, desenvolvimento do produto ou serviço inovador, pesquisas e realização de testes.<sup>50</sup>

Figura 1. A Curva em “J” e a receita das empresas *startup*.

---

<sup>49</sup> GILSON, Ronald J. *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*. In *Stanford Law Review*, 55 *Stan. L. Rev.* 1067, April, 2003, pp. 1 e 2.

<sup>50</sup> TOWNSEND, David M. & BUSENITZ, Lowell W. *Resource Complementarities, Trade-offs, and Undercapitalization in Technology-based Ventures: An Empirical Analysis*. in *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Vol. 29: Iss. 1, Article 5, p. 1. Disponível em <http://poole.ncsu.edu/pdfs/faculty/Townsend-UndercapExecSummaryJune09.pdf>. Acesso em 27 jun 2012.



Fonte: TOWNSEND & BUSENITZ (2009)<sup>51</sup>

Para fins de financiar e viabilizar a existência e continuidade da empresa no período da “depressão” ilustrada pela J-curve, tais empresas podem contar com as operações de *venture capital*. Estas últimas contribuem para evitar a mortalidade das empresas neste estágio crítico, contribuindo com capital, visão estratégica, know-how em gestão, rede de contatos tanto para ingresso do produto no mercado como para obtenção de novos financiamentos.

No Brasil, a importância desta modalidade de financiamento já é posição reconhecida nas políticas públicas, como podemos concluir pelo plano de ação do Ministério da Ciência e Tecnologia, que dentre suas ações, lista o estímulo ao capital aventureiro como uma ação estratégica para o desenvolvimento tecnológico do país<sup>52</sup>. Além disso, a atuação de agentes públicos como o BNDES e a FINEP é pautada por uma agenda de fomento às atividades de *venture capital* como política pública para o incentivo ao surgimento de inovações.

Com relação aos números das atividades do setor no Brasil, conforme aponta RAMALHO (2010), o capital comprometido da indústria de *private equity* e *venture capital* no Brasil entre 2004 e 2008, cresceu a uma média de 53,4% por ano, chegando ao

<sup>51</sup> Idem

<sup>52</sup> Vide Ministério da Ciência e Tecnologia, *Ciência, Tecnologia e Inovação para o Desenvolvimento Nacional. Plano de Ação 2007-2010*, p. 29. Disponível em [http://www.mct.gov.br/upd\\_blob/0021/21439.pdf](http://www.mct.gov.br/upd_blob/0021/21439.pdf) Acesso em 26 jun 2012.

total de R\$26,65 bilhões em junho de 2008<sup>53</sup>. Segundo dados do 2º censo brasileiro sobre a indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil, organizado pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial e pela Fundação Getúlio Vargas<sup>54</sup>, o total de investimentos realizados por meio de operações de *private equity* e *venture capital* no Brasil em 2009 foram de US\$3,1 bilhões, sendo 46% desse montante investidos em operações de *venture capital* e *seed/startup*, e 41% em *private equity*<sup>55</sup>.

Nos últimos anos, casos de sucesso obtido com investimentos de *venture capital* no Brasil foram alvos de destaque na mídia. Podemos citar os casos da Alellyx e da CanaVialis, empresas de Biotecnologia, mais especificamente com atividades voltadas para soluções tecnológicas referentes ao cultivo de cana-de-açúcar, laranja e eucalipto. Ainda no estágio semente, as referidas empresas receberam aportes do fundo de capital de risco Votorantim Novos Negócios no total de cerca de US\$40 milhões, e foram vendidas para a multinacional Monsanto por cerca de US\$260 milhões<sup>57</sup>.

A Usix, atuante no setor de softwares para o mercado segurador, também teve seu sucesso vinculado ao *venture capital*. A empresa recebeu aporte do fundo de capital semente Criatec, no valor de R\$1,5 milhões em 2009 e um ano depois, o fundo vendeu sua participação para a Ebix, companhia listada na Nasdaq, líder em soluções de software e e-commerce para o segmento. Outro caso é o do Canal do Crédito, uma plataforma virtual para comparação de financiamento para imóveis, que recebeu em 2010 um aporte de R\$2,5 milhões do fundo HorizonTI. Segundo os fundadores do Canal do Crédito, o investimento do fundo beneficiou sua governança, e trouxe contatos nas áreas financeiras, imobiliária e de tecnologia<sup>58</sup>.

---

<sup>53</sup> RAMALHO, Caio. *Toward a Venture Capital-Backed Entrepreneurship Model in Brazil*, 2010. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1961622](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1961622). Acesso em 26 jun 2012.

<sup>54</sup> Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. *op.cit.* nota 7.

<sup>55</sup> O texto da ABDI divide as operações de *venture capital* e *private equity* conforme os estágios de desenvolvimento das empresas investidas. Em ordem crescente de maturação das empresas investidas, as operações de *venture capital* e *private equity* podem ser consideradas: Seed, Startup, Venture Capital – Early Stage, Venture Capital – Later Stage, Private Equity – Growth, Private Equity Later Stage, Distressed, Greenfield, Imobiliário, Florestal e Infraestrutura. Vide Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, *op. cit* nota 54, pp. 70 e 71. Para fins deste trabalho, consideraremos a classificação conforme exposta no Capítulo II abaixo.

<sup>56</sup> Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, *op. cit* nota 7, p. 188.

<sup>57</sup> MARQUES, Fabrício. *Risco Premiado*. in Pesquisa FAPESP. Edição impressa 154, Dezembro 2008. Disponível em <http://www.revistapesquisa2.fapesp.br/?art=3707&bd=1&pg=1&lg=>. Acesso em 26 jun 2012.

<sup>58</sup> Sobre os casos Usix e Canal do Crédito ver ROCKMANN, Roberto. *Happy End*. In Revista Capital Aberto, Especial Private Equity Coletânea de Casos, ano 4, no. 32, janeiro 2012, pp. 10 e 11; e MUTO, Silvio. *Sem Restrição para Crescer*. In Revista Capital Aberta, *op. cit.*, pp. 14 e 15.



Entretanto, operações desta natureza ainda são incipientes no Brasil. Conforme matéria veiculada pela revista *Valor Especial*, de junho de 2011<sup>59</sup>, “toda a indústria de capital de risco no Brasil (venture capital) soma apenas R\$35 bilhões, enquanto nos Estados Unidos tais fundos captaram US\$120 bilhões só no ano passado [2010]”.

---

<sup>59</sup> PINHO, Marcelo. *Estratégia para ampliar a oferta de crédito*. in *Valor Especial*, junho 2011, p. 45. Os dados são mencionados em entrevista com Robert Binder, coordenador do comitê de empreendedorismo da Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital.

## II. VENTURE CAPITAL: ESTRUTURAS E RISCOS DE AGÊNCIA

### II.1. Conceito e Estruturação das Operações

A ideia e o conceito de *venture capital* podem ser resumidos conforme o parágrafo abaixo retirado de um artigo de GULINELLO (2005):

“The basic concept of venture capital is quite simple: a number of investors pool their money to create a venture capital fund. The investors entrust management of the fund to a professional manager who selects and monitors the fund's investments. The companies in which the fund invests are called portfolio companies. Ideally, the portfolio companies eventually provide their venture capital investors with a healthy return. The venture capital fund, in turn, is then able to provide its investors with a return on their investments. The fund manager is compensated for her expert management.”<sup>60,</sup>

Em outras palavras, uma operação clássica<sup>61</sup> de *venture capital* inicia-se com a formação de um fundo<sup>62</sup> por investidores, fundo este que é administrado por um gestor ou grupo de gestores (também referidos como “*venture capitalists*”). A reunião dos recursos dos investidores ocorre tipicamente mediante o aporte por parte destes, ou comprometimento de aporte, de tais recursos em um veículo de investimento. Este veículo varia conforme as diversas jurisdições e os institutos previstos nas ordens jurídicas de cada país. Como exemplos podemos citar as *limited partnerships*, *investment trusts*, fundos organizados sob a forma de condomínio e sociedades holdings. O veículo de investimento de um fundo de *venture capital* possui um viés similar e deve cumprir com algumas das funções básicas de qualquer veículo de investimento coletivo: possibilidade de captação de recursos junto ao público, o agrupamento destes recursos em uma universalidade de direito com repartição de riscos e a gestão profissional dos mesmos, tributação que não

---

<sup>60</sup> GULINELLO, Christopher. *op. cit* nota 48 , p. 1.

<sup>61</sup> Incluímos o termo “clássica” pelo fato de, na prática, ocorrerem variações de ordem sobre as etapas descritas, bem como casos particulares que podem apresentar desvios deste conceito simplificado.

<sup>62</sup> A palavra “fundo” utilizada ao longo deste capítulo não se refere a um tipo específico de organização, contrato, ou qualquer instituto jurídico. Refere-se, sim, à realidade econômica conforme significados expostos por FREITAS (2004), assim sumarizado: “Em todas as situações, como vimos, a palavra ‘fundo’ vem inicialmente definida como sendo equivalente a uma concentração de recursos, ou seja, a um patrimônio, ainda que dotado de uma finalidade específica”. FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. Tese (Doutorado), Faculdade de Direito da Universidade , São Paulo, 2004, pp. 35 e 36.

inviabilize a operação<sup>63</sup>. Além disso, como veremos mais detalhadamente adiante, deve ser apto a lidar com problemas de agência entre os investidores e os gestores.

A iniciativa de constituição de um fundo de *venture capital*, normalmente, parte dos *venture capitalists*. Estes elaboram a proposta de criação do fundo com as características referentes ao montante total do fundo, comprometimentos de capital mínimos pelos investidores, prazo do fundo, setores da economia em que os investimentos serão feitos, estágios das empresas alvo, tempo de permanência nas empresas investidas, remuneração dos gestores, e estrutura jurídica do fundo. Juntamente com as propostas dos atos constitutivos dos veículos de investimentos, os *venture capitalists* elaboram os materiais de divulgação e utilizam sua rede de contato, incluindo bancos de investimentos, advogados e assessores financeiros, para angariar investidores ao fundo.

Uma vez formado o veículo de investimento, os *venture capitalists* procuram empresas ou projetos com alto potencial de crescimento para investir os recursos (empresas do portfólio). Em geral, o investimento ocorre mediante a aquisição de participações societárias pelo veículo de investimento nas empresas do portfólio. Também é possível que tais investimentos ocorram através de subscrição de instrumentos de dívida conversíveis em participação societária, como *notes*, *commercial papers*, debêntures, entre outros. Além de proverem capital para as empresas do portfólio, os gestores participam de decisões importantes das empresas, monitoram os administradores, contribuem com a implementação de regras de governança, com sua visão estratégica e redes de contatos para o sucesso do empreendimento.

Após um período de tempo o gestor liquida os investimentos nas empresas do portfólio e distribui os ganhos para os investidores, retendo uma remuneração pelos serviços prestados. Na figura abaixo podemos ilustrar uma típica operação de *venture capital*:

Figura 2: Ilustração de uma típica operação de *venture capital*

---

<sup>63</sup> Idem, pp. 24 e 30.



Fonte: GVcepe (2008)<sup>64</sup>

Aqui cabe apontar a diferença entre uma operação de *venture capital* e uma de *private equity*. Em da realidade, *venture capital* é uma modalidade de *private equity*, que possui a mesma modelagem de negócios conforme ilustrado na figura acima. Ambas são caracterizadas como operações de alto risco pelo fato de investirem em empresas não listadas em ambientes de negociação de valores mobiliários, sendo elevados os problemas de falta de liquidez e de assimetria de informações. A diferença reside no estágio de desenvolvimento das empresas do portfólio em que os aportes dos fundos são realizados. O termo *venture capital* é utilizado para referir-se às operações voltadas para empresas que se encontram em estágios iniciais de vida. O termo *private equity*, por outro lado, é referido para operações direcionadas a empresas que se encontram em fases mais avançadas, seja para expandir seus negócios ou para reestruturação de passivos<sup>65</sup>.

Conforme relatório de pesquisa do *Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital* da GVcepe, as operações de *venture capital* e de *private equity* podem ser classificadas com base nos estágios de desenvolvimento das empresas do portfólio conforme abaixo:

“1. *Venture Capital – Seed*

Capital semente. Pequeno aporte feito em fase pré-operacional para

<sup>64</sup> GVCEPE, *op. cit.* nota 6.

<sup>65</sup> Para uma explicação sobre a separação dos conceitos de *venture capital* e de *private equity*, ver Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. *op. cit.* nota 7, p. 41 e 42.

desenvolvimento de uma idéia, de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes;

## 2. *Venture Capital – Startup*

Aporte de capital para empresas em fase de estruturação, em geral no primeiro 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;

## 3. *Venture Capital – Early Stage*

Estágio inicial de financiamento das empresas que apresentam produtos ou serviços já comercializados, usualmente, com até 4 anos de operação e faturamento não superior a R\$9 milhões.

## 4. *Private Equity – Expansion*

Expansão ou crescimento. Aporte de capital para a expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também é destinado à expansão de planta e/ou rede de distribuição, capital de giro ou ainda para ser investido em comunicação e marketing, etc.

## 5. *Private Equity – Later Stage*

Neste estágio a empresa já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa estável e positivo.

## 6. *Private Equity – Buyout*

Aquisição de controle de empresas em estágio avançado do desenvolvimento.

## 7. *Mezanino*

Investimentos em empresas com potencial de alta geração estável de caixa por meio de dívidas subordinadas, instrumentos híbridos de financiamento, incluindo debêntures de várias modalidades e direitos de subscrição.

## 8. *PIPE*

Aquisição do capital acionário de empresas já listadas em bolsa que possuem baixa liquidez e nas quais a organização gestora possa atuar ativamente na gestão estratégica (i.e. monitoramento e governança corporativa).”<sup>66 67</sup>

---

<sup>66</sup> GVCEPE, *op. cit.* nota 64, p. 4

<sup>67</sup> Na pesquisa da ABDI com a GVcepe (2011), sobre o *private equity* e *venture capital* no Brasil, há uma classificação mais detalhada com estágios adicionais em relação ao transcrito acima, vide *op. cit.* nota 64, pp. 70-72. Entretanto, resolvemos utilizar a classificação da GVcepe (2008), uma vez que inclui expressamente as fases de *seed* e *startup* como modalidades de *venture capital*, o que para fins deste trabalho, cujo objeto contempla o estudo do financiamento de inovações em empresas nestes estágios, mostra-se de maior relevância. Além disso, não é nosso propósito explorar e discutir os estágios de desenvolvimento de uma empresa, mas apenas tomar conhecimento sobre a existência de diferenças entre *private equity* e *venture capital*. Outra classificação dos vários estágios do desenvolvimento de uma empresa em que pode ocorrer um

Por se tratarem de investimentos em empresas durante os estágios iniciais de suas existências, operações de *venture capital* possuem a capacidade de contribuir para o preenchimento da lacuna existente na oferta de financiamento para empresas nestes estágios e que possuem alto potencial de introduzir inovações no mercado.

## II.2. Os Problemas de Agência na Cadeia de Investimento em *Venture Capital*

Ao longo da cadeia de uma operação de *venture capital* observamos a existência de três grandes centros de interesses que precisam ser acomodados e ajustados para que as operações se viabilizem: 1) interesses dos investidores; 2) interesses dos gestores do fundo, ou seja, dos *venture capitalists*; e 3) interesses dos empreendedores, geralmente fundadores das empresas ou projetos do portfólio. As relações que se formam entre esses centros de interesses são carregadas de problemas de agência, bem como problemas de seleção adversa, que podem obstaculizar o regular processo das operações, e servirem como um desestímulo em suas implementações.

Problemas de agência, conforme anotado por JENSEN & MECKLING (1976)<sup>68</sup>, encontram-se presentes em situações em que uma ou mais pessoas (“principal”) delegam para outra pessoa (“agente”) poderes para que esta preste algum serviço em benefício do principal, sendo outorgado, também, poderes de decisão ao agente. No decorrer da prestação de tais serviços, considerando que tanto principal como agente possuem interesses em maximizar seus próprios bem estares<sup>69</sup>, existirá o risco de o agente realizar atos oportunistas visando ao seu próprio benefício, em detrimento dos interesses do principal<sup>70</sup>.

---

investimento de *venture capital* ver SAHLMAN, William A. *The structure and governance of venture-capital organizations*, in *Journal of Financial Economics*, no. 27, North-Holland, 1990, p.7, *apud* Plummer, James L., 1987, QED report on venture capital financial analysis (QED Research, Inc., Palo Alto, CA), pp.I-11 a I-13.

<sup>68</sup> JENSEN, Michael C.; e MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics (JFE)*, Vol. 3, No. 4, 1976. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=94043>. Acesso em 27 ago 2012.

<sup>69</sup> Como “bem estar”, consideramos tanto o ganho pecuniário, quanto qualquer outro “bem” que seja de interesse de um indivíduo (tais como prestígio, reputação, valores de cunho ético, religioso, etc).

<sup>70</sup> Ainda sobre problemas de agência, HANSMANN & KRAAKMAN (2004) escrevem “*For readers unfamiliar with the jargon of economists, an ‘agency problem’—in the most general sense of the term—arises whenever the welfare of one party, termed the ‘principal,’ depends upon actions taken by another party, termed the ‘agent.’ The problem lies in motivating the agent to act in the principal’s interest rather than simply in the agent’s own interest. Viewed in these broad terms, agency problems arise in a broad range of contexts that go well beyond those that would formally be classified as agency relationships by lawyers*”

Dois fatores corroboram para que os agentes tomem condutas oportunísticas numa relação de agência: (a) a existência de assimetria informacional, e (b) existência do risco moral<sup>71</sup>. A assimetria informacional decorre da posse pelo agente de informações mais completas, apuradas ou obtidas com maior rapidez, comparadas às informações detidas pelo principal. Diante desse quadro, o principal não detém certeza sobre se a utilização das informações pelo agente é realizada para buscar os melhores interesses do principal, abrindo a possibilidade de desvios de conduta por parte do agente.

O problema do risco moral decorre da assimetria de informações em virtude da impossibilidade do principal conhecer perfeitamente sobre as atividades desempenhadas pelo agente e o nível de prudência empregada por este na perseguição dos melhores interesses do principal. Situações de risco moral ocorrem quando decisões que envolvem assunção de riscos são tomadas por um determinado indivíduo (ou grupo de indivíduos), enquanto os impactos dessa decisão caso o risco se concretize, recaem em pessoas diversas<sup>72</sup>. Nessas situações, o agente é incentivado a tomar em riscos em níveis mais elevados do que incorreria nos casos em que os efeitos negativos recaíssem sobre ele mesmo.

Em decorrência dos problemas de assimetria informacional presentes nas relações de agência, outro problema surge: a seleção adversa. Este problema surge, pois o principal não possui informações suficientes acerca do agente e do mercado que lhe assegurem que o agente em específico, contratado ou a ser contratado, é a sua melhor opção, nem o agente possui informações suficientes para assegurar-lhe que o principal com quem atuará é sua melhor opção. Considerando a existência de agentes e principais ruins no mercado, no momento da contratação, por não possuírem informação se estão diante de um agente ou

---

(HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier H., *Agency Problems and Legal Strategies. The Anatomy of Corporate Law: A Comparative And Functional Approach*, Oxford University Press, pp. 21-31, 2004. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=616003>. Acesso em 13 jun 2012, p. 21.).

<sup>71</sup> Vide MEHTA, Vijay. *Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital*. Wharton Research Scholars Journal. University of Pennsylvania, 2004, p. 8.

<sup>72</sup> Sobre o risco moral, KRUGMAN (2009) escreve o seguinte: “*The term ‘moral hazard’ has its origins in the insurance industry. Very early in the game providers of fire insurance, in particular, noticed that property owners who were fully insured against loss had an interesting tendency to have destructive fires—particularly when changing conditions had reduced the probable market value of their building to less than the insurance coverage. (In the mid- 1980s New York City had a number of known “arson-prone” landlords, some of whom would buy a building at an inflated price from a dummy company they themselves owned, use that price as the basis for a large insurance policy, then just happen to have a fire. Moral hazard, indeed.) Eventually the term came to refer to any situation in which one person makes the decision about how much risk to take, while someone else bears the cost if things go badly.*” (KRUGMAN, Paul. *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, 1ª ed., Norton & Company, Nova York, 2009, pp. 62 e 63)

principal de alta qualidade, tanto principal como agente serão incentivados a negociarem contratos que levem em conta a possibilidade de lidarem com um agente ou principal, respectivamente, ruim. A consequência deste quadro é o desestímulo para os agentes ou principais altamente qualificados e bem intencionados continuarem no mercado. Esse efeito é estudado por AKERLOF (1970) em seu clássico “*The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”, utilizando como exemplo o mercado de carros usados para explicar o efeito da assimetria de informações entre compradores e vendedores, na “expulsão” de bons carros usados do mercado<sup>73</sup>.

Os custos que as partes nessa relação incorrem para mitigar os problemas acima expostos são chamados de “custos de agência”. Segundo JENSEN & MECKLING (1976)<sup>74</sup>, tais custos consistem naqueles derivados de: (a) atividades de monitoramento pelo principal sobre as atividades dos agentes; (b) os chamados *bonding costs* (custos de vinculação), que são os custos incorridos pelos agentes como garantia de que eles perseguirão os interesses do principal<sup>75</sup>; e (c) “perdas residuais” que são aquelas que naturalmente ocorrem durante a relação, uma vez que os problemas de agência nunca serão eliminados por completo pelos mecanismos acima citados, e situações em que as decisões do agente não sejam as que melhor maximizam o bem estar do principal, continuarão existindo.

Dada a importância das relações em que os problemas de agência estão presentes<sup>76</sup>, é imperioso que os custos de agência não estejam em um tal nível que inviabilize a formação de tais relações. No papel de instituição apta a colaborar para a redução dos custos de agência, é que se insere o Direito. Com relação a este aspecto, HANSMANN & KRAAKMAN (2004) afirmam:

---

<sup>73</sup> Vide AKERLOFF, George A. *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*. In *Quarterly Journal of Economics* 89. 1970. Ainda sobre “seleção adversa”, BLACK (2000) escreve: “*This term comes originally from insurance markets. The idea, in insurance, is this: Health insurance is a better buy for sick people than for healthy people. Therefore, sick people are more likely to buy health insurance. This drives up the cost of insurance, which discourages healthy people from buying it. The average buyer of health insurance is therefore even sicker, which discourages still more healthy buyers, which drives up the price even further, and so on.*” (BLACK, Bernard S., Strengthening Brazil's Securities Markets. Revista de Direito Mercantil, Economico e Financiero, 2001 [Journal of Commercial, Economic and Financial Law, 2000] p.3. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=247673> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.247673>, p.3. Acesso em 16 jun 2012)

<sup>74</sup> JENSEN, Michael C.; e MECKLING, William H., *op cit.* nota 68, pp. 5 e 6.

<sup>75</sup> *Bonding costs* geralmente relacionadas a disposições que estabelecem penalidade caso haja desvio de conduta pelo agente, ou prêmio caso os interesses do principal sejam atingidos. Como exemplo, podemos citar o sistema de remuneração de administradores de companhia por meio de opções de compra de ações.

<sup>76</sup> Dentre as quais se encontram as relações em uma sociedade, nomeadamente as relações entre acionistas e administradores, acionistas majoritários e acionistas minoritários, entre a própria sociedade e credores.



“Law can play an important role in reducing agency costs. Obvious examples are rules and procedures that enhance disclosure by agents or facilitate enforcement actions brought by principals against dishonest or negligent agents. Paradoxically, in protecting principals against exploitation by their agents, the law can benefit agents as much as—or even more than—it benefits the principals. The reason is that a principal will be willing to offer greater compensation to an agent when the principal is assured of performance that is honest and of high quality. To take a conspicuous example in the corporate context, rules of law that protect creditors from opportunistic behavior on the part of corporations should reduce the interest rate that corporations must pay for credit, thus benefiting corporations as well as creditors. Likewise, legal constraints on the ability of controlling shareholders to expropriate minority shareholders should reduce the cost of outside equity capital for corporations. And rules of law that inhibit insider trading by corporate managers should increase the compensation that shareholders are willing to offer the managers. In general, reducing agency costs is in the interests of all parties to a transaction, principals and agents alike.”<sup>77</sup>

A análise do Direito com vistas a, criticamente, apontar sua atuação na mitigação de custos de agência, constitui objeto de grande relevância considerando a importância dos efeitos de tal atuação do Direito em questões relacionadas a desenvolvimento. O estudo dos mecanismos de redução de custos de agência constitui uma análise típica de *Law & Development*, particularmente, uma aplicação do modelo de análise do Direito na construção de instrumentos adequados para relações entre privados, ou seja, o Direito como ferramenta<sup>78</sup>.

Operações de *venture capital* são passíveis de serem afetadas por problemas de agência. Primeiramente, uma relação típica de agência aparece quando da formação do veículo de investimento, em que os investidores, na qualidade de principais, aportam recursos para administração dos *venture capitalists*, que atuarão como agentes dos investidores. Num segundo momento, os *venture capitalists*, representando o veículo de investimento, se situarão na posição de principais, quando direcionarem os recursos do veículo para aporte nos empreendimentos, por sua vez administrados pelos empreendedores.

Os problemas de agência, assimetria de informações, risco moral e seleção adversa, caso não bem endereçados pelas ferramentas jurídicas, podem desestimular os

---

<sup>77</sup> HANSMANN, Henry; e KRAAKMAN, Reinier H., *op. cit.* nota 70, p.22.

<sup>78</sup> Ver supra “Introdução”.

investimentos em *venture capital*. Por outro lado, o desenho de ferramentas jurídicas que auxiliem na redução de custos de agência, serve de estímulo para a formação de relações ligadas a *venture capital*, e, portanto, no estímulo a investimentos associados a inovações.

A seguir, exporemos os estudos presentes na doutrina estrangeira, notadamente proveniente dos EUA<sup>79</sup>, sobre problemas de agência na cadeia de investimento em *venture capital*, bem como sobre os mecanismos utilizados para redução de tais problemas.

### II.2.1. O problema de agência na relação entre os investidores e os *venture capitalists*

Para fins do estudo que propomos para este item, utilizaremos majoritariamente a doutrina estrangeira, notadamente a norte americana<sup>80</sup>, que tem se debruçado sobre os problemas de agência na relação entre investidores e gestores de *venture capital* com grande intensidade. A maturidade do mercado de *venture capital* nos EUA, explica a maior quantidade de estudos advindos desse país, e, além disso, serve-nos de amparo para os potenciais desafios que a doutrina brasileira ainda enfrentará no decorrer do desenvolvimento das operações de *venture capital* no Brasil.

Os problemas de agência em uma relação entre investidores e *venture capitalists* são considerados extremamente altos<sup>81</sup>, em muito impulsionados pelo fato dos investimentos de *venture capital* serem direcionados para empresas em estágios iniciais de suas vidas, em setores de alto potencial tecnológico, em que a assimetria de informações e a incerteza sobre os investimentos são muito altos. GILSON (2003) menciona os investimentos em *venture capital* como sendo tipicamente *blind pools*, ou seja, não existem informações completas sobre como os recursos serão utilizados<sup>82</sup>. GOMPERS & LERNER

---

<sup>79</sup> País onde a indústria do *venture capital* apresenta grande pujança e papel reconhecidamente marcante no financiamento de empresas emergentes e com grande potencial tecnológico, os Estados Unidos (EUA) oferecem um arcabouço de sua experiência, tendo desenvolvido ao longo do último quarto do século passado, uma vasta doutrina acerca das operações de *venture capital*. Considerando a maturidade e a consolidação desta indústria nos EUA, uma análise dos institutos que permeiam as operações nesse país mostra-se de grande interesse para este trabalho, vez que podemos compreender problemas típicos deste setor, e como as instituições, muitas delas desenhadas pelo Direito, podem contribuir para solucioná-los.

<sup>80</sup> Vide BARTLETT, Robert P., *Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation*, 54, *UCLA Law Review*, 37, 2006; SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67; GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *The Venture Capital Cycle*. 2 ed. The MIT Press, Cambridge, 2006; GILSON, Ronald J., *op. cit.* nota 49.

<sup>81</sup> Vide GILSON, Ronald J. *Op cit.* nota 49, p. 1076.

<sup>82</sup> Assim escreve o autor: “*Venture capital funds are typically blind pools. At the time an institution decides whether to participate in a venture capital fund, it receives an offering memorandum that discloses the fund's investment strategy - for example, that the fund will specialize in a particular industry, like the Internet, or a*

(2006), por sua vez, expressam que o investimento em um fundo de *private equity* (e, portanto, também de *venture capital*) representa um “salto de fé”<sup>83</sup>, ou seja, um ato de crença sem base empírica por parte de investidores institucionais<sup>84</sup>.

Tais estudos sobre *venture capital*, ainda, levam em conta a forma organizacional dos fundos a agregarem os recursos dos investidores tipicamente existentes nos EUA, que são as *limited partnerships*<sup>85</sup>. Nestas existem dois tipos de sócios, os *general partners*, que participam da administração e possuem poderes de representação da organização, e os *limited partners* que não possuem poderes de administração e representação. Enquanto os *general partners* são ilimitadamente responsáveis pelas obrigações e débitos da *limited partnership*, os *limited partners* possuem responsabilidade limitada ao montante aportado ou comprometido.

Numa típica *limited partnership* utilizada em uma operação de *venture capital*, os investidores assumem a posição de *limited partners* e os *venture capitalists* figuram como *general partners*. Os investidores, portanto, possuem uma posição passiva com relação à administração dos recursos, não participando do dia-a-dia operacional da organização. Segundo as normas que regem as *limited partnerships*, no caso de um *limited partner* envolver-se em questões administrativas da firma, ele poderá ter sua responsabilidade limitada desconsiderada, tornando-se ilimitadamente responsável pelas obrigações e débitos da firma.

Segundo SAHLMAN (1990)<sup>86</sup>, usualmente os *venture capitalists* contribuem com cerca de 1% do total dos recursos comprometidos para o fundo, sendo que 99% são aportados pelos investidores. Tal situação gera o efeito descrito por BERLE & MEANS (1968)<sup>87</sup> em grandes corporações com base acionária dispersa, conhecido como separação da propriedade e controle, uma típica hipótese de relação de agência. Entretanto, num

---

*distinct development stage, like early stage investments. However, the particular companies in which the fund will invest are not yet known.*” (GILSON, Ronald J. *Op cit.* nota 49, pp. 1.070 e 1.071)

<sup>83</sup> Tradução livre de “*leap of faith*”.

<sup>84</sup> Conforme trecho: “*Investing in a private equity fund is, in some respects, a leap of faith for institutional investors. Most pension funds and endowments typically have very small staffs. At the largest organizations, a dozen professionals may be responsible for investing several billion dollars each year. Meanwhile private equity funds frequently undertake investments in risky new firms pursuing complex new technologies or in troubled mature companies with numerous organizational pathologies and potential legal liabilities*”. (GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit* nota 80, posição 350, Kindle Edition).

<sup>85</sup> Sobre as *limited partnerships* ver infra item II.3.1.4.

<sup>86</sup> SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 488.

<sup>87</sup> BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C., *The modern corporation and private property*, Harvest Book, 1968.

veículo de investimento de *venture capital* o problema de agência é intensificado, uma vez que instrumentos de controle sobre a administração encontrados em companhias, tais como conselhos de administração poderosos e ativos e um mercado por controle acionário, não estão presentes.<sup>88</sup>

## **II.2.2. O problema de agência na relação entre o fundo de *venture capital* e os empreendedores<sup>89</sup>**

Após a capitalização do fundo de *venture capital*, os gestores iniciam a fase de busca e investimento dos recursos do fundo em empreendimentos com alto potencial de retorno. Como vimos anteriormente, investimentos de *venture capital* tem como alvo empresas em seus estágios iniciais, com alto potencial de crescimento, principalmente com propostas de introdução de inovações no mercado através de desenvolvimento de tecnologias avançadas. Após o investimento, os fundadores da empresa (empreendedores) continuam como administradores ou até mesmo controladores da mesma, nascendo uma segunda relação potencialmente carregada de problemas de agência, desta vez sendo o fundo de *venture capital* o principal, e os empreendedores os agentes.

Segundo GOMPERS & LERNER (2006), tais empreendimentos trazem custos de agência de dois tipos. Primeiro, empreendedores podem tomar decisões sobre investimentos ou estratégias que tragam a estes algum tipo de benefício privado, que não esteja perfeitamente correlacionado com o aumento de retorno financeiro para os investidores<sup>90</sup>. Segundo, empreendedores podem ter interesses em continuar a investir em

---

<sup>88</sup> Vide GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 420, Kindle Edition

<sup>89</sup> Diante do quadro apontado no item anterior, é notável que os *venture capitalists* na condição de gestores dos recursos aportados pelos investidores, possuem muitas oportunidades de tomarem decisões e ações que tenham por objetivo seus próprios interesses, em detrimento dos investidores. Entretanto, mesmo com o alto nível dos problemas de agência, investidores e *venture capitalists* encontraram formas específicas de mitigação de tais problemas, principalmente com a utilização de avenças contratuais e sistemas diferenciados de remuneração. Além destas, outro fator desempenha papel relevante para evitar condutas oportunistas pelos *venture capitalists*: a reputação. No item II.3 deste capítulo, estudaremos com maior detalhamento como esses mecanismos atuam na redução de problemas de agência.

<sup>90</sup> “Two related types of agency costs exist in entrepreneurial firms. First, entrepreneurs might invest in strategies, research, or projects that have high personal returns but low expected monetary payoffs to shareholders. For example, a biotechnology company founder may choose to invest in a certain type of research that brings great recognition in the scientific community but provides less return for the venture capitalist than other projects. Similarly, because entrepreneurs’ equity stakes are essentially call options, they have incentives to pursue high-variance strategies like rushing a product to market when further testing may be warranted.” GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 2287 a 2289, Kindle Edition.

projetos que possuem valor presente líquido negativo<sup>91</sup>.

O problema de agência entre o fundo de *venture capital* e os empreendedores é agravado pela incerteza inerente aos investimentos, e pelo elevado nível de assimetria informacional. Ao adquirir participação acionária nas empresas do portfólio, o fundo de *venture capital* assume um elevado risco, tendo em vista o grau de incerteza que ronda as atividades de empresas em estágios iniciais<sup>92</sup>. As mais importantes decisões sobre os projetos das empresas serão ainda tomadas no futuro, não sendo possível uma avaliação de resultados sobre o desempenho da administração. Ou seja, o nível de qualidade dos membros da administração é de difícil mensuração<sup>93</sup>.

Existem casos de operações de *venture capital* em que os investidores perderam a totalidade de seus investimentos, conforme aponta SAHLMAN (1990), citando como exemplos investimentos nas empresas Ovation Technologies, Osborne Computer, Ztel, e Gavilan<sup>94</sup>. O componente de incerteza sobre o futuro do empreendimento gera necessidades maiores de monitoramento sobre o empreendedor, uma vez que aumenta a dificuldade de avaliação sobre o desempenho deste e se um eventual insucesso é ocasionado por sua culpa ou não.

Além disso, por geralmente envolver investimentos em empresas atuantes em ramos de alta tecnologia, ou que envolvam processos com alto grau de conhecimento especializado detido pelos empreendedores ou executivos chave das empresas, o nível de assimetria de informações é consideravelmente elevado. Esta assimetria de informações é presente, ainda que os *venture capitalists* sejam intermediários também muito bem preparados e com conhecimentos específicos sobre os setores em que investem. Conforme comentam GOMPERS & LERNER (2006), a avaliação do desempenho de uma empresa nova atuante em ramos de alta tecnologia, demanda que detalhes sobre a posição técnica da

---

<sup>91</sup> “Second, if the entrepreneur possesses private information and chooses to continue investing in a negative NPV project, the entrepreneur is undertaking inefficient continuation. For example, managers may receive initial results from market trials indicating little demand for a new product, but entrepreneurs may want to keep the company going because they receive significant private benefits from managing their own firm.” Idem, posição 2290.

<sup>92</sup> Segundo GOMPERS & LERNER (2006): “By their very nature, young and restructuring companies are associated with significant levels of uncertainty. Uncertainty surrounds whether the firm’s research program or new product will succeed. The response of firm’s rivals may also be uncertain. High uncertainty means that investors and entrepreneurs cannot confidently predict what the company will look like in the future”. GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 2083, Kindle Edition.

<sup>93</sup> GILSON, Ronald J., *op. cit.* nota 49, 1076 e 1077.

<sup>94</sup> Vide SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 482.

empresa e de seus concorrentes sejam compreendidos, não sendo, portanto, suficiente uma mera análise do desempenho por sua contabilidade<sup>95</sup>.

### **II.3. Os Mecanismos de redução dos custos de agência**

Neste item serão expostos os principais mecanismos utilizados por investidores, *venture capitalists* e empreendedores para fins de mitigação dos problemas de agência na cadeia de investimento em *venture capital*. Utilizaremos como base a experiência dos EUA, bem como a doutrina que lá se desenvolveu sobre os problemas de agência e as formas de mitigação destas, pois entendemos que nos proverá de importantes lições para o estudo voltado às instituições brasileiras.

#### **II.3.1. Captação de recursos: a relação entre investidores e *venture capitalists***

Conforme visto no item II.2.1 acima, a relação entre investidores e *venture capitalists* é eivada de elevados problemas de agência. Resolver estes problemas torna-se central para viabilizar que as partes formem estas relações, ou seja, que os investidores sejam incentivados a disporem de seus recursos para a administração dos *venture capitalists*, e estes sejam incentivados a empreenderem esforços para criarem valor aos investidores.

A doutrina e a prática nos EUA acerca das operações em *venture capital* mostram-nos que as avenças contratuais, sistemas diferenciados de remuneração, e reputação constituem os principais elementos a atuarem na solução dos problemas de agência<sup>96</sup>. A seguir passaremos a expor como atuam estes mecanismos.

##### *II.3.1.1 Avenças contratuais*

Sobre as avenças contratuais utilizadas para regular obrigações e direitos de investidores e *venture capitalists*, utilizaremos a classificação de GOMPERS & LERNER

---

<sup>95</sup> GOMPERS, Paul; e LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 968, Kindle Edition.

<sup>96</sup> Vide SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 493 e 494. GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 418, Kindle Edition.

(2006) que as dividem em classes, que, por sua vez, encontram-se alocadas em 3 grandes famílias: (1) avenças relacionadas a administração geral do fundo, (2) avenças relacionadas às atividades dos *venture capitalists*, e (3) avenças sobre os tipos de investimentos. Para levantamento destas avenças, GOMPERS & LERNER analisaram 140 *partnerships agreements*<sup>97</sup>, que são os contratos constitutivos das *limited partnerships*, principal documento a regular os direitos e obrigações de investidores e gestores em um típico fundo de *venture capital* norte americano<sup>98</sup>. Ressalvamos que os autores elaboraram esta classificação e enumeraram as classes para fins de verificação da influência de custos de agência versus oferta e demanda no mercado de *venture capital* na determinação da quantidade de avenças inseridas nos contratos entre investidores e *venture capitalists*.<sup>99</sup> Entretanto, entendemos como um valioso levantamento sobre como disposições contratuais podem auxiliar na mitigação de problemas de agência. Além disso, trata-se de um trabalho único no que tange à especificidade e detalhamento sobre tais disposições. Considerando essa finalidade específica da classificação feita pelos referidos autores, incluímos na relação abaixo algumas avenças não citadas em seu trabalho, mas que estão presentes em outros autores, as quais classificamos como (4) avenças sobre características estruturais do fundo, e (5) avenças sobre monitoramento e controle.

#### II.3.1.1.1. Avenças sobre a administração geral do fundo

A primeira classe de avenças desta família refere-se a restrições sobre o montante que o fundo poderá aportar em um único empreendimento, geralmente previsto como uma porcentagem do capital do fundo ou do valor de mercado de seus ativos. Este tipo de disposição visa a evitar que os *venture capitalists* assumam demasiado risco em uma empresa em detrimento da diversificação do portfólio<sup>100</sup>.

A segunda classe de avenças dentro desta família são as relacionadas ao estabelecimento de limites para que os *venture capitalists* contraíam dívidas em nome do fundo. Tais restrições possuem como objetivo evitar condutas oportunistas dos *venture*

---

<sup>97</sup> Vide GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 990, Kindle Edition.

<sup>98</sup> Para mais detalhes sobre as *limited partnerships* ver infra item II.3.1.4.

<sup>99</sup> Vide GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 900 a 976, Kindle Edition. Para efeitos desta análise carreada pelos autores, houve um corte sobre as avenças que apareciam em menos de 5% dos *partnership agreements*, e daquelas que apareciam em mais de 95% de tais documentos.

<sup>100</sup> Idem, posição 990 a 993, Kindle Edition

*capitalists* em alavancar o fundo em busca de maiores retornos, porém, assumindo riscos demasiadamente altos para o fundo. Os limites sobre endividamento podem ser expressos também em restrições a concessões de garantias pelo fundo em benefício de empresas do portfólio<sup>101</sup>.

A terceira classe de avenças é compreendida por aquelas voltadas para limitações ao investimento pelo fundo em empresas investidas por outros fundos administrados pelos mesmos *venture capitalists*. Tais restrições justificam-se, pois, eventualmente, *venture capitalists* podem ser tentados a investir em uma empresa que já conta com o investimento de um fundo anterior em que este *venture capitalists* participe, ainda que o desempenho desta empresa não seja bom, na busca de maximizar seu ganho por via de remuneração no fundo anterior.<sup>102</sup>

A quarta classe consiste nas restrições sobre a utilização dos ganhos do fundo para reinvestimento. Considerando que uma parte das remunerações dos *venture capitalists* geralmente é fixa, calculada como uma porcentagem do capital comprometido no fundo, pode ocorrer dos *venture capitalists* serem incentivados a prolongar a existência dos fundos reinvestindo os ganhos obtidos com a liquidação dos primeiros investimentos, ao invés de distribuí-los para os investidores<sup>103</sup>.

### II.3.1.1.2. Avenças relacionadas às atividades dos *venture capitalists*

A primeira classe desta família relaciona-se a limitações para que os *venture capitalists* invistam recursos do fundo em empresas que eles próprios possuem participações. Potenciais conflitos de interesse surgem em situações de investimento comum entre o fundo e os seus gestores. Além disso, estes podem se sentir incentivados a engajarem maior esforço nas empresas em que possuem participação, em detrimento de outras que compõe o portfólio do fundo.<sup>104</sup>

As avenças que constituem a segunda classe desta família, citadas por GOMPERS

---

<sup>101</sup> Idem, posição 997, Kindle Edition.

<sup>102</sup> Idem, posição 1001, Kindle Edition.

<sup>103</sup> Idem, posição 1003, Kindle Edition. Ver também GILSON, Ronald J. *Op cit.* nota 49, p. 1090; e SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, pp. 491 e 492.

<sup>104</sup> GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 1006 a 1009, Kindle Edition. Ver também SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 492.



& LERNER (2006), são as relacionadas a restrições quanto a cessões de direitos econômicos a que os *venture capitalists* fazem jus nos fundos. A cessão desses direitos pode diminuir os incentivos para que os *venture capitalists* monitorem os investimentos do fundo.<sup>105</sup>

A terceira classe de avenças refere-se a limitações para que os *venture capitalists* constituam novos fundos de *venture capital*, pois a administração de um novo fundo pode reduzir o nível de dedicação deles no primeiro fundo. Tal limitação pode ser prevista na forma de proibição de constituição de um novo fundo pelos *venture capitalists* até que uma porcentagem do capital do fundo esteja investida em empresas do portfólio<sup>106</sup>.

A quarta classe nesta família é compreendida pelas avenças que limitam as atividades dos *venture capitalists* não relacionadas à administração do fundo. Pode ser prevista na forma de uma porcentagem do tempo que os *venture capitalists* devem dedicar exclusivamente na atividade de gestão do portfólio do fundo<sup>107</sup>.

A quinta e última classe desta família é relacionada a restrições quanto à inclusão de novos *venture capitalists*. O propósito destas restrições é o de evitar que gestores menos qualificados passem a administrar o fundo, diminuindo a quantidade necessária de dedicação pelos primeiros gestores<sup>108</sup>.

### II.3.1.1.3. Avenças sobre os tipos de investimentos.

Esta família compreende as restrições sobre os ativos a serem investidos pelo fundo. Usualmente aparecem como um percentual limite que o *venture capital* pode investir em uma determinada espécie de investimento. Exemplos de tipos de investimento citados por GOMPERS & LERNER (2006), que podem encontrar restrições são: investimentos em outros fundos de *venture capital*, investimentos em valores mobiliários negociados no mercado de capitais, investimentos em *leveraged buyout funds* (LBOs),

---

<sup>105</sup> GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 1009 a 1013, Kindle Edition.

<sup>106</sup> Idem, posição 1016. Ver também SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 493.

<sup>107</sup> GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 1016 a 1020, Kindle Edition. Ver também SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 492.

<sup>108</sup> GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 1029, Kindle Edition.

investimentos em valores mobiliários estrangeiros.<sup>109</sup>

Outras avenças presentes nos contratos entre investidores e *venture capitalists*, e que não foram consideradas no corte realizado por GOMPERS & LERNER (2006)<sup>110</sup>, são abaixo descritas:

#### II.3.1.1.4. Avenças sobre regras estruturais do fundo

A primeira classe de avenças que classificamos nesta família refere-se ao estabelecimento de prazo determinado para existência do fundo. Desta forma, os *venture capitalists* não podem manter os recursos sob sua administração eternamente<sup>111</sup>. Além disso, segundo GILSON (2003)<sup>112</sup>, o prazo determinado do fundo de *venture capital* assegura que em algum momento o desempenho do *venture capitalist* será avaliado pelo mercado, gerando efeitos sobre sua reputação. Extensões do prazo do fundo são possíveis, mas, em geral, são subordinadas à aprovação pelos investidores.

A segunda classe de avenças é formada por aquelas que estabelecem um montante a ser aportado pelos *venture capitalists* no fundo. Tais aportes pelos *venture capitalists* possuem a função de alinhar os interesses dos *venture capitalists* com o dos investidores, bem como de estabelecer partilha de riscos. Pode ocorrer de os investidores, quando da negociação sobre a constituição do fundo, exigirem que os *venture capitalists* façam aportes maiores do que os pequenos montantes geralmente praticados. Importante mencionar um potencial efeito adverso sobre essa medida: uma “taxa de entrada” mais elevada paga pelo agente, pode levá-lo a incorrer em riscos maiores na busca de uma alta remuneração que compense referida taxa<sup>113</sup>.

As restrições que incluímos na terceira classe desta família são aquelas sobre o tamanho do fundo. Investidores podem exigir limites sobre o tamanho do fundo, pois os *venture capitalists* podem ter interesses particulares em aumentar seu tamanho desnecessariamente, diminuindo os ganhos proporcionais dos investidores. Isso porque

---

<sup>109</sup> Idem, posição 1045, Kindle Edition, tabela 4.1.

<sup>110</sup> Possivelmente, GOMPERS & LERNER (2006) não enumeraram esta disposição pelo fato de estar presente em mais de 95% das *limited partnerships* estudadas.

<sup>111</sup> SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 494.

<sup>112</sup> GILSON, Ronald J. *Op cit.* nota 49, p. 1090.

<sup>113</sup> SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 499.

fundos maiores podem gerar efeitos reputacionais positivos para os *venture capitalists*, e não afetam suas remunerações, uma vez que estas são baseadas, principalmente, em porcentagem dos ganhos totais dos fundos.<sup>114</sup>

Avenças que abrem possibilidade dos investidores negarem o aporte da totalidade do capital comprometido constituem a quarta classe. Geralmente os investidores devem aportar uma parte do capital comprometido no momento de criação do fundo, sendo o remanescente dividido no tempo. Contratos entre *venture capitalists* e investidores podem estabelecer a possibilidade dos investidores negarem o aporte de valores remanescentes do capital comprometido. Entretanto, tal negativa é geralmente acompanhada de severas penalidades aos investidores, como, por exemplo, significativa redução de seus percentuais sobre participação e sobre direitos de resgate dos recursos já investidos<sup>115</sup>.

A quinta classe desta família representa as avenças sobre direitos dos investidores de terminarem o fundo a qualquer momento de sua vida. Para fins de se evitar que esse direito seja utilizado de forma abusiva pelos investidores, tais avenças geralmente vêm cumuladas com disposições estabelecendo determinadas condições para seu exercício (como por exemplo, em casos de fraude)<sup>116</sup>.

#### *II.3.1.1.5. Avenças sobre monitoramento e controle.*

Avenças que estabeleçam poderes aos investidores de destituir os *venture capitalists* compõem a primeira classe desta família.

A segunda classe dentro desta quinta família consiste em avenças que garantam aos investidores direito de voto em questões importantes na vida do fundo. Embora não possuam poderes de decisão no dia a dia gerencial do fundo, usualmente os investidores resguardam-se no direito de voto em matérias que envolvam alteração do ato constitutivo do fundo, avaliação do portfólio, venda dos ativos do fundo, entre outras que possam alterar substancialmente as atividades do fundo<sup>117</sup>.

---

<sup>114</sup> Idem, p. 501.

<sup>115</sup> Idem, pp. 491 e 494.

<sup>116</sup> Idem, p. 496.

<sup>117</sup> Idem, p. 490. Ver também ROSENBERG, David. *Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract*, Columbia Business Law Review, n. 363, 2002, p. 380.

As avenças que incluímos na terceira classe desta família são as que tratam sobre a obrigação dos *venture capitalists* de disponibilizar aos investidores relatórios periódicos sobre valor e evolução das empresas do portfólio<sup>118</sup>.

Por fim, a quarta classe é compreendida pelas avenças sobre criação e funcionamento de comitês consultivos especiais. Alguns fundos possuem comitês organizados para desempenharem funções consultivas em questões técnicas específicas, tais como, por exemplo, comitê para avaliação do valor do portfólio, enquanto outros fundos possuem comitês com funções semelhantes aos dos conselhos de administração das sociedades anônimas, promovendo a direção geral e a supervisão da operação do fundo.

### II.3.1.2. Sistema de remuneração

Os esquemas de remuneração dos *venture capitalists* também são estruturados de forma a buscar o alinhamento dos interesses entre estes e os investidores. Usualmente a remuneração dos *venture capitalists* é composta por uma taxa de administração, e outra baseada na geração de lucro para os investidores, conhecida como taxa de performance<sup>119</sup>. A taxa de performance é um componente de grande importância para que os *venture capitalists* sejam incentivados a engajarem-se em atividades que aumentem os resultados positivos do fundo, o que é precisamente o que beneficia os investidores<sup>120</sup>.

A taxa de administração visa a garantir aos *venture capitalists* recursos para cobertura das despesas operacionais de gestão e manutenção do fundo, bem como despesas da própria organização gestora (incluindo custos de escritório, aluguel, salários de pessoal de suporte, assessores legais, contábeis e financeiros, etc). Segundo levantamento realizado por SAHLMAN (1990), a maioria dos fundos praticavam uma taxa anual de administração

---

<sup>118</sup> SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 492.

<sup>119</sup> LITVAK (2004) cita, ainda, um terceiro componente no sistema de remuneração dos *venture capitalists*. Trata-se de um mútuo gratuito concedido pelos investidores aos *venture capitalists*, resultado dos prazos de distribuição dos resultados e pagamento da taxa de performance. Basicamente, os *venture capitalists* recebem antecipadamente suas parcelas nas distribuições, sem qualquer incidência de juros. Ver LITVAK, Kate, *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements* (June 1, 2004). U of Texas Law and Economics Research Paper No. 29; Columbia Law and Economics Working Paper No. 254; pp. 9-12. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=555626> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.555626>. Acesso em 22 nov 2012.

<sup>119</sup> Idem, p. 251.

<sup>120</sup> SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 494

de 2,5% por cento do capital comprometido do fundo<sup>121</sup>. Outras bases também são utilizadas tais como capital disponível, o capital investido, capital investido líquido, o patrimônio líquido e outros<sup>122</sup>. Conforme a AMORIM et al (2011)<sup>123</sup>, muitos fundos preveem a variação dessa base ou do percentual ao longo do prazo de vigência do respectivo fundo, visando adequar à existência de despesas mais altas nos períodos iniciais dos fundos, e, também, de forma a incentivar gestores a direcionarem os recursos do fundo para investimentos nas empresas do portfólio dentro de um certo período, alterando-se, por exemplo, a base da taxa de administração para o valor do capital investido.

A taxa de performance, por outro lado, constitui a mais significativa porção da remuneração e a expectativa por parte dos *venture capitalists* de ganhos vultuosos<sup>124</sup>. A base de cálculo é sempre atrelada aos ganhos obtidos pelo fundo, sendo a taxa mais praticada a de 20% dos lucros gerados aos investidores<sup>125</sup>. Segundo AMORIM et al (2011)<sup>126</sup>, além da porcentagem, outros componentes que influenciam na apuração e o pagamento da taxa de performance encontram variações nos diversos fundos, sendo o mais importante, a base em que a taxa é calculada. Dentre as métricas para aferimento do montante do ganho obtido pela atividade do fundo, a mais comum é a que considera a diferença entre o capital comprometido e o valor resultante do desinvestimento das empresas do portfólio. Outra base muito utilizada é a diferença entre o capital investido e o valor recebido nos desinvestimentos.

Além de regras sobre a definição do valor da taxa de performance, o seu pagamento aos *venture capitalists* pode ficar condicionado a determinados eventos com o fim de assegurar os interesses econômicos dos investidores. Como exemplos de tais condições podemos citar aquelas acerca do momento de seu pagamento, as que estabelecem uma

---

<sup>121</sup> SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 491.

<sup>122</sup> Ver AMORIM et Al, *Governança Corporativa e Contratos*, in Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. *op cit* nota 7, p. 251. Ver também, LITVAK, Kate, *op. cit* nota 119, p. 9.

<sup>123</sup> Idem, p. 251.

<sup>124</sup> Para um entendimento contrário, ver LITVAK, Kate, *op. cit.* nota 119, p 251 . Segundo a autora, o sistema de remuneração dos *venture capitalists* é menos baseado no desempenho do que o entendimento comum sobre o tema. Entretanto, para fins deste trabalho, não entraremos em detalhes sobre o complexo sistema de remuneração dos *venture capitalists*, mas sim, exploraremos o conceito e o senso comum sobre a importância da taxa de performance para alinhar os interesses entre investidores e *venture capitalists*.

<sup>125</sup> Segundo Sahlman, “In 88% of the funds surveyed, venture capitalists are entitled to 20% of the realized gains on the fund. In the remaining partnerships, the general partner’s share of realized gains ranges from 15% to 30%.”. SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 491.

<sup>126</sup> AMORIM et al., *op cit* nota 121, p. 257.

taxa-piso de lucro aos investidores, e o chamado *clawback*<sup>127</sup>.

Com relação ao momento do pagamento da taxa de performance, grande parte dos fundos preveem que tal pagamento ocorrerá apenas após o retorno de determinado montante para os investidores. As regras mais comuns são as que determinam que a organização gestora receberá a taxa de performance apenas após o retorno do total do capital comprometido aportado pelos investidores, ou o total do capital investido pelo fundo, ou o total do capital investido líquido<sup>128</sup>. Eventualmente, pode ser estabelecido que os *venture capitalists* recebam a taxa de performance apenas após a liquidação do fundo<sup>129</sup>. Essas disposições reduzem os incentivos que os *venture capitalists* teriam em reter os ganhos obtidos pelo fundo, ao invés de distribuí-los rapidamente aos investidores.

Outra condição imposta ao recebimento da taxa de performance é a geração de um lucro mínimo para os investidores. Segundo AMORIM et al (2011), essa taxa-piso gira em torno de 6 a 10% e justifica-se pelo custo de oportunidade do capital, em relação a investimentos mais tradicionais e conservadores<sup>130</sup>. Com o estabelecimento de uma taxa-piso, a organização gestora apenas perceberá a taxa de performance após ter gerado aos investidores um ganho mínimo determinado<sup>131</sup>. Eventualmente, após o alcance da taxa-piso, a organização gestora pode ter o direito de receber uma significativa parte de sua taxa de performance até um montante determinado, para então os investidores voltarem a ser remunerados (conhecida como cláusula *Catch-up*)<sup>132</sup>.

A remuneração da organização gestora, ainda, pode estar sujeita a uma obrigação de restituição, conhecida como *Clawback*, a ser executada em casos em que a taxa de performance fora paga, porém, posteriormente, o desempenho do fundo resulta em fracos resultados que mitigam o mérito de tal pagamento<sup>133</sup>.

O sistema de remuneração conforme acima descrito, fortemente baseado na

---

<sup>127</sup> Idem, 2011, pp. 257 - 260.

<sup>128</sup> Idem, p. 258.

<sup>129</sup> Neste último caso, ainda, alguns fundos estabelecem que a parte dos lucros a fazem jus os *venture capitalists* seja alocada em uma conta garantia (“*escrow account*”), sendo os recursos liberados apenas após a liquidação do fundo. Ver. LITVAK, Kate, *op. cit* nota 119, p. 12.

<sup>130</sup> Exemplos de investimentos mais tradicionais são os realizados em títulos negociados em bolsa de valores, ou títulos públicos. LITVAK (2004), entretanto, considera que disposições sobre *hurdle rate*, ao menos no mercado norte americano, é quase inexistente. Ver LITVAK, Kate, *op. cit* nota 119, p. 10.

<sup>131</sup> AMORIM et al, in Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. *op cit* nota 7, p. 259.

<sup>132</sup> Idem, p. 260.

<sup>133</sup> Idem.

obtenção de valor para os investidores, não só busca a reduzir problemas de agência, como também auxilia no problema de seleção adversa. Conforme aponta SAHLMAN (1990), bons *venture capitalists* são mais dispostos a aceitarem um sistema de remuneração baseado no retorno dos investimentos. Tendo em vista que um alto ganho pelos *venture capitalists* depende do sucesso do fundo, caso eles não tenham confiança quanto a um bom desempenho na gestão, ou se eles possuírem a intenção de negligenciar os interesses dos investidores, provavelmente tenderão a não concordar com os termos básicos de um sistema de remuneração conforme descrito neste item<sup>134</sup>.

### II.3.1.3 O papel da reputação

Na tarefa de buscar o alinhamento de interesses entre *venture capitalists* e investidores, existe um elemento não jurídico apontado por autores do tema<sup>135</sup> que exerce um papel chave: a reputação.

Para entender a importância da reputação na prevenção de atos oportunistas por parte dos *venture capitalists*, é necessária a consideração da natureza cíclica das operações de *venture capital*. Tal natureza cíclica pode ser descrita, considerando as seguintes etapas do processo de investimento em *venture capital*, conforme anotam GOMPERS & LERNER (2011):

“Venture capital can be viewed as a cycle that starts with the raising of a venture fund; proceeds through the investing in, monitoring of, and adding value to firms; continues as the venture capitalist exits successful deals and returns capital to their investors; and renews itself with the venture capitalist raising additional funds.”<sup>136</sup>

Ao analisar as atividades dos *venture capitalists* de uma maneira mais ampla, observamos que as atividades exercidas por eles não se encerram com a liquidação dos investimentos nas empresas do portfólio de um determinado fundo e distribuição dos resultados para os investidores. Ainda na vigência desse fundo, ou logo após sua liquidação, os *venture capitalists* engajam-se na constituição de novos fundos, muitas

---

<sup>134</sup> SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 502.

<sup>135</sup> Vide ROSENBERG, David. *op. cit.* nota 117. OEHLER, Gregory G. *The Wider Implications of "Implicit" Contracts In Venture Capital Partnerships*. NYU Journal of Law & Business, n. 489, 2005. BANKMAN, Joseph & COLE, Marcus, *Theory informs business practice: the venture capital investment bust: Did agency costs play a role? Was it something lawyers helped structure?*, Chicago-Kent Law Review, n. 211, 2001.

<sup>136</sup> GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 92, Kindle Edition.

vezes com a participação dos mesmos investidores. ROSENBERG (2002) ressalta que o sucesso na realização da última etapa do ciclo, ou seja, a captação de recursos para próximos fundos depende da reputação adquirida pelo *venture capitalist* no desempenho das etapas anteriores<sup>137</sup>. Deste modo, *venture capitalists* são incentivados a administrar o fundo de modo a preservar os interesses dos investidores, uma vez que, caso incorram em atos de má gestão, sua reputação será negativamente afetada, dificultando a captação de investidores para próximos fundos<sup>138</sup>. A reputação, neste caso, pode ser entendida como uma condição de um contrato implícito<sup>139</sup> entre *venture capitalists* e investidores, dispondo que caso o fundo atual seja bem sucedido, os investidores aportarão recursos em fundos seguintes. Considerando a natureza cíclica das operações, e o prazo determinado da existência dos fundos de *venture capital*, os investidores possuem a oportunidade de, de tempos em tempos, avaliar a atuação dos *venture capitalists*, e decidir por negar capital em próximos fundos, caso qualquer desvio de conduta seja identificado.

Investidores também sofrem restrições de natureza reputacional. ROSENBERG (2002) nota que o mercado de *venture capital* é marcado pelo reduzido número de litígios entre investidores e *venture capitalists*. Uma possível explicação, segundo o autor, resume-se no fato dos investidores também se preocuparem em não adquirir reputação de “litigiosos”, e, deste modo, serem excluídos de convites para investirem em outros fundos<sup>140</sup>. No mesmo sentido, em outro artigo, o mesmo autor afirma que investidores não querem ser conhecidos como excessivamente envolvidos nas operações do “dia-a-dia” do fundo, evitando rever e reverter decisões de investimentos dos *venture capitalists*<sup>141</sup>.

Para ROSENBERG (2002 e 2003), a reputação constitui o principal elemento para controle de problemas de agência em investimentos em *venture capital*. O autor parte da premissa de que a maioria das *limited partnerships* utilizadas neste tipo de investimento nos EUA, é estruturada sob as leis de Delaware e regulada pela *Delaware's Revised Uniform Limited Partnership Act*, e argumenta que referida lei é ideal para os fundos de *venture capital*, pois, de acordo com sua seção 17-1101, permite que o *partnership*

---

<sup>137</sup> ROSENBERG, David. *op. cit.* nota 134, p. 371.

<sup>138</sup> OEHLER, *op. cit.* nota 134, p. 496.

<sup>139</sup> Sobre o termo “contrato implícito”, ROSENBERG (2002) escreve: “*The term ‘implicit contract’ is arguably just a proxy for reputation. Since such a ‘contract’ is plainly not enforceable under law, its only force is the damage a breach would cause to the reputation of the breaching party - either the investor or the venture capitalist.*” ROSENBERG, David. *op. cit.* nota 117, p. 397.

<sup>140</sup> ROSENBERG, David. *op. cit.* nota 117, p. 393 e 394.

<sup>141</sup> \_\_\_\_\_, *The Two “Cycles” of Venture Capital*, J. Corp. L. 420 2002-2003, p.421.



*agreement* declare que os deveres fiduciários e de lealdade, e regras decorrentes, não sejam aplicáveis à relação entre os investidores e *venture capitalists*, sendo apenas aplicáveis os deveres impostos no próprio *partnership agreement*<sup>142</sup>. A legislação de Delaware seria a predileta para o mercado de *venture capital*, uma vez que permite que investidores e *venture capitalists* renunciem aos deveres fiduciários que usualmente os *venture capitalists* teriam segundo a grande maioria das legislações estaduais norte-americanas, para se assegurarem basicamente nas constrações advindas da importância da reputação para o mercado.

Segundo ROSENBERG (2002), ainda, as avenças contratuais desempenhariam papel menos relevantes no alinhamento de interesses entre investidores e *venture capitalists*. GOMPERS & LERNER (2006) também chegam à conclusão da influência da reputação nas avenças contratuais a serem previstas nos *partnership agreements*, demonstrando que quanto mais experientes são os *venture capitalists*, menor a quantidade de obrigações contratuais previstas no referido documento<sup>143</sup>.

Ao renunciar aos deveres fiduciários previstos em lei aos *venture capitalists* e recorrendo às constrações de natureza reputacional, ROSENBERG (2002) afirma que os contratos implicitamente permitem que os *venture capitalists* se envolvam em projetos com potencial de gerarem pouco retorno, mas que tenham a característica de concederem aos *venture capitalists* expertise e experiência que possam ser aproveitados em futuros projetos de próximos fundos a serem por eles organizados, dessa forma beneficiando tanto os próprios *venture capitalists*, quanto os investidores que, conforme implicitamente acordado, serão chamados para os próximos fundos. O autor afirma, dessa forma, que os investidores possuem interesse no sucesso de longo prazo da própria firma de *venture capital*<sup>144</sup>.

Fazendo uma comparação com as sociedades anônimas com ações listadas para negociação pública, OEHLER (2005) argumenta que nessas sociedades não é viável que os investidores protejam-se de problemas de agência apenas com avenças contratuais ou com base em constrações reputacionais, pois dentre os investidores de grandes corporações estão indivíduos que não possuem a mesma informação sobre os riscos envolvidos no

---

<sup>142</sup> ROSENBERG, David. *op. cit.* nota 117, p. 393 e 394.

<sup>143</sup> GOMPERS, Paul; e LERNER, Josh. *op. cit.* nota 80, posição 961, Kindle Edition

<sup>144</sup> ROSENBERG, David. *op. cit.* nota 117, pp. 396 e 397.

investimento, e, além disso, não possuem capacidade, nem poder de barganha para negociarem mecanismos contratuais para assegurarem seus interesses na companhia. Por isso, no caso das sociedades anônimas de capital aberto, os deveres fiduciários não podem ser renunciáveis. Por outro lado, no caso das *limited partnerships* utilizadas para investimentos em *venture capital*, os *limited partners* são tipicamente investidores institucionais sofisticados, tais como fundos de pensão, fundos de universidades e indivíduos com patrimônio elevado, que possuem o conhecimento sobre os riscos que incorrem com o investimento. Ainda, nas companhias de capital aberto, mecanismos para alinhamento de interesses de investidores e administradores não estão presentes com a mesma intensidade que nos veículos de investimento em *venture capital*, tais como a remuneração dos administradores baseada altamente no retorno do investimento. Por fim, a comunidade de investidores em *venture capital* é incomparavelmente reduzida quando comparada ao universo de investidores em empresas de capital aberto, resultando na maior dificuldade de circulação de informação entre estes últimos investidores quanto à reputação dos administradores das companhias em que eles investem. Já na comunidade de investidores em *venture capital* as informações sobre desempenho e atuação dos *venture capitalists* circulam rapidamente, o que permite que esse mercado funcione com base em constrições de ordem reputacional<sup>145</sup>.

#### II.3.1.4. Nota sobre as *limited partnerships*

Veículo prevalecente para unir os investidores e gestores de *venture capital* nos EUA, a *limited partnership* é tida pela literatura como uma das grandes responsáveis pelo desenvolvimento do mercado de *private equity* e *venture capital* naquele país<sup>146</sup>. Os mecanismos descritos pelos itens anteriores são aplicados no âmbito da relação associativa criada e disciplinada pelas *limited partnerships*. Estudá-las, portanto, mostra-se de grande relevância para os fins deste trabalho.

---

<sup>145</sup> OEHLER, Gregory G., *op. cit.* nota 135, pp. 505 - 509.

<sup>146</sup> ROSENBERG, David. *op. cit.* nota 117, p. 2. O autor assim descreve sobre o surgimento de tais primeiros fundos como *limited partnerships* e sua importância para o desenvolvimento do setor: “*In the early 1960s, the first venture capital fund organized as a limited partnership was formed. Since then, the vast majority of funding for venture capital in the United States has derived from funds organized as limited partnerships. Many non-legal studies of the venture capital industry have acknowledged the crucial role that limited partnerships play in the success of venture capital funds, describing them, for example, as ‘the single most important organizational innovation of the modern venture capital system’.*”.

Os primeiros fundos de *venture capital* organizados como *limited partnerships* surgiram no início da década de 1960. Em 1987, cerca de dois terços dos veículos de *venture capital* já eram estruturados como *limited partnerships*, correspondendo a 500 fundos com capital comprometido total de US\$ 20 bilhões<sup>147</sup>. No Reino Unido o veículo prevaemente para reunir investidores e *venture capitalists* também é a *limited partnership*<sup>148</sup>.

As *partnerships* consistem em um gênero associativo<sup>149</sup> previsto nos sistemas de Direito de *Common Law*, e, por conseguinte, existentes nos Estados Unidos sob as diversas jurisdições estaduais, bem como no Reino Unido. A legislação base nos EUA sobre as *partnerships* é o “*Uniform Partnership Act*” (UPA) de 1914 promulgado pelo NCCUSL (“*National Conference of Commissioners on Uniform State Laws*”), e adotado por todos os Estados dos EUA com exceção do Estado da Louisiana. Em 1994 a NCCUSL promulgou a “*Revised Uniform Partnership Act*” (RUPA) que substituiu a UPA<sup>150</sup>.

No Reino Unido a legislação base para as *partnerships* encontra-se estabelecida na “*Partnership Act 1890*”<sup>151</sup>. A Seção 1(1) da referida legislação traz o conceito de *partnership*“ como “*the relation which subsists between persons carrying on a business in common with a view of profit.*”<sup>152</sup>

---

<sup>147</sup> SAHLMAN, William A. *op. cit.* nota 67, p. 487.

<sup>148</sup> MCCAHERY, Joseph A; e VERMEULEN, Erick P. M. *Limited Partnership Reform in the United Kingdom: A Comparative, Venture Capital Oriented Business Form*. Tilburg Law and Economics Center Discussion Paper No. 2004-024, pp. 6 e 14. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=664166> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.664166>. Acesso em 21 ago 2012.

<sup>149</sup> O termo “associativo” é aqui utilizado em seu sentido amplo, não se referindo à pessoa jurídica de direito privado disciplinada nos artigos 44 e segs do Código Civil brasileiro.

<sup>150</sup> Vide EISENBERG, Melvin Aron. *An introduction to agency, partnerships, and LLCs*. 5ª ed. New York, NY, Foundation Press Thomson/West, 2006, p 29. Ainda, explicando sobre as *partnerships* no Direito dos EUA, o autor esclarece que sua natureza jurídica sempre foi objeto de muitas discussões acadêmicas. Basicamente existiam duas teorias: a) *legal entity*; e b) *aggregate status*. A primeira defendia que as *partnerships* possuem personalidade jurídica separada de seus sócios, enquanto a segunda entendia que a *partnership* é uma agregação de seus membros, não sendo uma pessoa jurídica.

No entanto a RUPA eliminou esta dúvida, pois seu § 201 estabelece que “*A partnership is an entity*”. Essa definição contribuiu para resolver questões relacionadas à propriedade das *partnerships*, bem como questões de litígios (anteriormente era uma indefinição se uma *partnership* poderia ser acionada em seu próprio nome). Entretanto, considerando que a RUPA possui um histórico e base na UPA, muitas disposições estão adaptadas e podem ser interpretadas de acordo com a teoria do *aggregate status*. (Idem, p. 39 e 40)

<sup>151</sup> Vide BANKS, R. C. l'Anson & LINDLEY, Nathaniel. *Lindley & Banks on partnership*. 18ª ed. London, Sweet & Maxwell, 2002, p. 4.

<sup>152</sup> Vide *Partnership Act 1890*, disponível em <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/Vict/53-54/39> (acesso em 20 ago 2012). Um conceito muito similar é previsto na Section 101(7), da RUPA, conforme segue: “Partnership means an association of two or more persons to carry on as co-owners a business for profit formed under Section 202, predecessor Law, or comparable law of another jurisdiction”. Vide EISENBERG, *op. cit.* nota 150, p 327.

Do conceito legal acima podemos extrair que três requisitos básicos devem fazer-se presentes para a existência de uma *partnership*: (a) uma atividade; (b) a condução desta atividade em comum por duas ou mais pessoas, e (c) objetivo de obtenção de lucro<sup>153</sup>. Uma de suas características principais é que todos os seus sócios são ilimitadamente responsáveis pelas dívidas e obrigações da firma<sup>154</sup>, uma vez que, sendo todos os sócios agentes e principais uns dos outros, os atos praticados por cada um vinculam tanto a firma, quanto os demais sócios<sup>155</sup>.

Em vista da introdução de organizações alternativas, mas que também são denominadas como *partnerships* (p. ex. as *limited partnerships*, *limited liability partnerships*<sup>156</sup>), os tipos associativos regulados pela RUPA nos EUA, e pela Partnership Act 1890 no Reino Unido, ficaram conhecidos como “*General Partnerships*”.

Uma dessas formas alternativas de *partnerships* são as *limited partnerships*, que consistem na forma organizacional típica de um veículo de *venture capital* nos EUA e no Reino Unido. Nos EUA, a legislação original sobre as *limited partnerships* foi promulgada em 1916 pela NCCUSL, a *Uniform Partnership Act*, que foi adotada por todos os estados americanos com exceção da Louisiana, substituída em 1976 pela *Revised Uniform Partnership Act*, que, por sua vez, sofreu alterações em 1985. Em 2001, a NCCUSL promulgou uma nova *Uniform Limited Partnership Act (2001)*, mas que ainda não foi plenamente adotada pelos Estados americanos<sup>157</sup>. No Reino Unido a legislação que trata das *limited partnerships* é a *Limited Partnership Act 1907*.

A principal diferença entre as *limited partnerships* e as *general partnerships*, consiste na existência naquelas de duas figuras de sócios: os *general partners*, que possuem poderes de administração e representação, e respondem ilimitadamente pelas obrigações assumidas pela *partnership*, e os *limited partners*, que contribuem com capital e são desprovidos de qualquer poder de administração e de vincular a firma ou os demais

---

<sup>153</sup> Vide BANKS, R. C. I'Anson & LINDLEY, Nathaniel. *op cit.*, nota 151, p. 8.

<sup>154</sup> O termo “firma” utilizado ao longo deste item possui o significado atribuído na *Partnership Act 1890*, Section 4: “*Persons who have entered into partnership with one another are for the purposes of this Act called collectively a firm, and the name under which their business is carried on is called the firm-name*”.

<sup>155</sup> Vide BANKS, R. C. I'Anson & LINDLEY, Nathaniel. *op cit.*, nota 151, p. 13.

<sup>156</sup> Embora no Reino Unido as *Limited Liability Partnerships* possuam características de uma “company”, não sendo considerada uma *partnership*. Vide EISENBERG, Melvin Aron. *op cit.* nota 150, p 23.

<sup>157</sup> Vide EISENBERG, Melvin Aron. *op cit.* nota 150, pp 137 e 138. Importante a menção de que, segundo ROSENBERG (2002), no entanto, usualmente as *limited partnerships* utilizadas em operações de *venture capital* são constituídas sob a jurisdição de Delaware, reguladas pela *Delaware's Revised Uniform Limited Partnership Act*. Vide ROSENBERG, David. *op. cit.* nota 117, p. 370.

sócios, porém, salvo em certas situações, possuem responsabilidade limitada ao montante eventualmente aportado para administração dos *general partners*. Conforme anotado por LINDLEY & BANKS (2002), as regras aplicáveis às *limited partnerships* excepcionam três características essenciais das *general partnerships*, quais sejam:

“(1) the unlimited liability of every partner; (2) the implied authority of each partner to bind the firm and his co-partners in all matters within the ordinary scope of the partnership business; and (3) the right of each partner, subject to any contrary agreement, to take part in the management of that business”<sup>158</sup>

Num típico veículo de *venture capital* os *venture capitalists* tomam a posição de *general partners*, representando e administrando a *partnership*, e os investidores figuram como *limited partners*, contribuindo com capital, mas sem poderes de administração e representação.

As *limited partnerships* possuem a característica de oferecerem uma considerável liberdade contratual para as partes envolvidas. Daí a literatura especializada atribuir que os veículos de investimento organizados na forma de *limited partnerships* são tipicamente regulados contratualmente<sup>159</sup>. No caso do mercado de *venture capital*, tal característica é ainda mais evidente se considerarmos que a maioria dos veículos nos EUA é constituída com a aplicação da legislação do Estado de Delaware<sup>160</sup>. Conforme apontamos no item II.3.1.3 supra deste Capítulo II, referida legislação permite que as partes renunciem os deveres fiduciários dos *general partners* previstos legalmente (incluindo deveres de lealdade), de modo que os *limited partners* possuam apenas o direito de acionarem os *general partners* em casos de atos em infração a dispositivos contratuais expressos.

A liberdade contratual da *limited partnership* admite que, por um lado, questões específicas relacionadas a potenciais conflitos de interesses e problemas de agência sejam disciplinadas e coibidas expressamente através das avenças no *partnership agreement* e do esquema de remuneração baseado no retorno dos investimentos<sup>161</sup>, e, por outro, considerando sua estrutura de governança acima exposta, com a amplo poder de

---

<sup>158</sup> BANKS, R. C. l'Anson & LINDLEY, Nathaniel. *op cit.* nota 151, pp. 842 e 843.

<sup>159</sup> CUMMING, Douglas J, *The Structure, Governance and Performance of UK Venture Capital Trust*. in *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 3, No. 2, 2003, p. 403. Comparando veículos com formas diferentes de regulação, o autor menciona que o caso das *limited partnerships* dos EUA, as avenças são estabelecidas contratualmente.

<sup>160</sup> Vide ROSENBERG, David. *op cit.* nota 117, p. 370.

<sup>161</sup> Ver itens II.3.1.1 e II.3.1.2, supra deste Capítulo.

administração sob o controle dos *general partners*, permite que estes desempenhem suas funções e atividades com a discricionariedade necessária para controlar, investir, e contribuir para o sucesso dos empreendimentos altamente incertos característicos das empresas do portfólio<sup>162</sup>.

Os *limited partners* de *limited partnerships* voltadas a investimentos em *venture capital* conseguem basear suas relações com os *venture capitalists* utilizando-se uma forma organizacional fundamentalmente contratual, renunciando inclusive de deveres fiduciários previstos na legislação, conforme admitido pela legislação de Delaware, uma vez que os seguintes fatores são característicos dos investimentos em *venture capital*: o caráter cíclico das relações, muitas vezes com a participação dos mesmos investidores e gestores; o fato da comunidade de *limited partners* em veículos de *venture capital* ser formada tipicamente por investidores institucionais sofisticados, permitindo que informações de ordem reputacional circulem facilmente<sup>163</sup>.

Constrições de ordem reputacional são particularmente importantes para os investidores em *venture capital*, considerando a posição de passividade atribuída aos *limited partners*. Embora as avenças contratuais trabalhem para alinhar interesses de *limited partners* e *general partners* em diversos pontos específicos, ainda assim, os mecanismos de monitoramento não são tão efetivos quanto aqueles previstos nas sociedades anônimas. Conforme vimos acima<sup>164</sup>, para as *limited partnerships* voltadas para o *venture capital* não existem os mecanismos típicos de monitoramento como os conselhos de administração, nem o mercado para compra do controle acionário.

Além disso, duas limitações de ordem legal impedem que os *limited partners* possuam um papel mais ativo na administração das atividades da *limited partnerships*. Segundo ROSENBERG (2002), tais riscos consistem na desnaturação da *limited partnership* e na consequente perda do tratamento benéfico tributário, denominado “*flow-through taxation*”, e a perda para os *limited partners* da limitação de responsabilidade<sup>165</sup>.

O “*flow-through taxation*” consiste em um tratamento tributário concedido a certas formas organizacionais, tais como as *partnerships*, no qual a organização não é sujeita a

---

<sup>162</sup> ROSENBERG, David. *op cit.* nota 117, p. 382.

<sup>163</sup> Ver item II.3.1.1, supra deste Capítulo.

<sup>164</sup> Ver item II.2.1 supra deste Capítulo.

<sup>165</sup> ROSENBERG, David, *op. cit.* nota 117, pp. 384 - 387.

tributação. As movimentações referentes a receitas, ganhos, despesas e prejuízo da *partnership* recaem sobre o âmbito de tributação dos proprietários da organização, evitando dessa forma a dupla tributação. Diferentemente, em uma típica *corporation*, as receitas e ganhos são tributados na própria organização, sendo que as posteriores distribuições de resultados são tributadas em seus acionistas<sup>166</sup>.

Com relação ao tratamento diferenciado sobre as responsabilidades entre *limited partners* e *general partners*, a atribuição de responsabilidade ilimitada aos últimos, serve como uma constrição para que, na posição de gestores da *partnership*, evitem assumir riscos demasiadamente altos, e como um incentivo para a condução dos negócios de forma diligente. ROSENBERG (2002), entretanto, afirma que, embora seja uma característica essencial das *limited partnerships*, essa diferenciação de responsabilidades não desempenha papel relevante no caso das operações de *venture capital*. Isso porque os veículos destinados para tais operações, não se alavancam por meio de endividamento, de forma que o passivo do fundo raramente ultrapassará o valor de seus ativos. Além disso, os próprios *general partners* são geralmente organizações com responsabilidade limitada, tais como a *limited liability company*, sendo que as pessoas físicas dos *venture capitalists* não colocam seu patrimônio individual em risco<sup>167</sup>.

### **II.3.2. O investimento nas empresas do portfólio: a relação entre fundo de *venture capital* e empreendedores**

Uma vez captados os recursos para a formação do fundo, a próxima etapa é o

---

<sup>166</sup> EISENBERG (2006) descreve a diferença nas tributações da seguinte forma: “*Taxation is a major issue in the choice of business form. There are two basic patterns of business taxation under the Internal Revenue Code, which may be called firm taxation and flow-through taxation.*

*Under the firm taxation, a business firm is taxable on its income. Accordingly, if the firm has income or expenses, or losses, those items go into the firm has income or expenses, or gains or losses, those items go into the firm’s taxable income, not into the taxable income of the firm’s owners. If the firm then makes distributions to its owners out of after-tax income, the owners ordinarily pay taxes on those distributions. This is sometimes referred to as ‘double taxation’.*

*Under the flow-through taxation, a firm is not subject to taxation. Instead, all of the firm’s income and expenses, and gains and losses, are taxable directly to the firm’s owners. Distributions are not taxed. There is no ‘double taxation’ effect. If the firm has losses, the owners can utilize the losses to offset their income from other sources.”* (EISENBERG, Melvin Aron. *op cit.* nota 150, p. 153). Segundo o autor, ainda, sobre qual o tratamento é melhor para os proprietários das organizações, dependerá das alíquotas aplicáveis aos tributos incidentes sobre a organização e nos proprietários, além de outras variáveis. Entretanto, o autor afirma: “*Generally speaking, under present tax rates the owners of a firm will ordinarily regard flow-through taxation as preferable to firm taxation.*” (Idem)

<sup>167</sup> ROSENBERG, David, *op. cit.* nota 117, pp. 386 e 387.

investimento nas empresas do portfólio. Conforme apontamos acima<sup>168</sup>, a relação entre o fundo de *venture capital*, representado pelos *venture capitalists*, e as empresas do portfólio, representadas pelos empreendedores, também é carregada de problemas de agência, além de altos níveis de incerteza e assimetria de informações.

Novamente, a literatura estrangeira especializada aponta alguns mecanismos utilizados nessa relação para fins de redução dos problemas acima entre *venture capitalists* e empreendedores<sup>169</sup>. Formas organizacionais, soluções societárias, contratuais e características do mercado desempenham papel relevante para que incentivos sejam concedidos e mecanismos de controle sejam efetivos. Passaremos adiante a descrever as principais técnicas destacadas na referida literatura.

### *II.3.2.1. Aportes em estágios*

Um dos principais métodos de assegurar controle para os *venture capitalists* sobre as empresas do portfólio, é a divisão dos aportes em estágios<sup>170</sup>. Ao encontrar uma empresa em que o investimento é viável, os *venture capitalists* não aportam todo o capital necessário para desenvolvimento do projeto de uma só vez. Ao invés, os recursos do fundo são investidos apenas na medida do necessário para que a empresa investida chegue ao próximo estágio de desenvolvimento, quando os *venture capitalists* avaliarão o desempenho obtido pela empresa até então, e decidirão se farão um novo aporte ou se abandonarão o projeto. Tal decisão é pautada por um plano de negócios e metas acordadas quando do ingresso do fundo de *venture capital* na empresa. Tal mecanismo permite que as empresas do portfólio sejam recorrentemente avaliadas, e força os seus administradores a reunirem informações para avaliação pelos *venture capitalists*.<sup>171</sup>

A divisão dos aportes em estágios atua diretamente no problema de incerteza ligada a empreendimentos em empresas nascentes e de base em altas tecnologias<sup>172</sup>. Como exemplo, conforme apontado por GILSON (2003), uma primeira meta acordada como balizadora de uma nova rodada de investimento pode ser a criação de um protótipo viável

---

<sup>168</sup> Item II.2.2 supra, deste Capítulo.

<sup>169</sup> Vide GOMPERS, Paul; e LERNER, Josh. *op cit.* nota 80; SAHLMAN, William A., *op cit.* nota 67; GILSON, Ronald J. *Op cit.* nota 49.

<sup>170</sup> GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 2242, Kindle Edition.

<sup>171</sup> Idem

<sup>172</sup> GILSON, Ronald J. *Op cit.* nota 49, p. 1078.



de ser colocado em operação, o que reduz a incerteza sobre a capacidade da empresa com relação ao seu aspecto científico. Ou seja, a decisão sobre a injeção de investimentos adicionais ocorre apenas com constatações fáticas sobre o desempenho da empresa<sup>173</sup>.

Além disso, *venture capitalists* preservam o direito de abandonar um projeto cuja projeção perea provável de não ser alcançada. O direito de abandonar é essencial porque um empreendedor quase nunca irá desistir de um projeto fracassado enquanto terceiros estão fornecendo capital<sup>174</sup>. A ameaça de abandono do projeto pelo *venture capitalist* funciona como uma constrição ao empreendedor, pois a negativa de fornecimento de rodadas adicionais de investimento pode paralisar o projeto<sup>175</sup>. Alternativamente, caso a empresa não alcance as metas estabelecidas, os *venture capitalists* podem aplicar sanções que afetem negativamente os empreendedores quando da efetivação dos aportes adicionais, como, por exemplo, a diluição da participação acionária destes mediante a aplicação de um preço de emissão das ações ou quotas considerando um valor menor pela empresa.

Segundo GILSON (2003), a divisão dos aportes em estágio constribe o empreendedor a buscar a valorização de sua empresa, pois, embora ele ainda possa procurar investimentos com terceiros, a estrutura contratual entre o fundo de *venture capital* e a empresa do portfólio é desenhada de forma a reduzir a possibilidade sobre essa alternativa, uma vez que é garantido ao fundo o direito de preferência na subscrição de novas ações ou na aquisição das já emitidas, o que induz a um desincentivo a outros investidores de negociarem condições favoráveis para adquiri-las. Além disso, o próprio mercado terá uma sinalização ruim no fato da recusa do investidor original em aportar recursos adicionais, que teoricamente possui maior nível de informação sobre o projeto<sup>176</sup>.

Ainda, para o referido autor, problemas de seleção adversa também são reduzidos

---

<sup>173</sup> Idem, pp. 1078 e 1079.

<sup>174</sup> SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, pp. 506 e 507.

<sup>175</sup> Idem, p. 507.

<sup>176</sup> Segundo o autor, tal dificuldade ocorre “*First, potential investors know they are being solicited only because investors in the prior round are dissatisfied with the portfolio company's performance. Second, the investors' rights agreement gives the venture capital fund a right of first refusal with respect to future financing that serves as a substantial deterrent to potential alternative investors. Such an investor will be reluctant to make the outlay to acquire the information necessary for deciding whether to make an investment knowing that that investment will be significantly reduced if the terms negotiated turn out to be attractive, since the existing investors will have the right to take part or all of the transaction for themselves. The result is a serious winner's curse problem. The potential investor can anticipate that if the price negotiated is attractive, the existing investors will opt to make the investment themselves. Thus, the potential investor knows that it will be allowed to make the investment only if the existing investors, who have better information about the project, believe that the investment is unattractive*”. GILSON, Ronald J. *Op cit.* nota 49, pp. 1079 e 1080.

através dos aportes em estágios. Tendo em vista que os *venture capitalists* possuem poucas informações sobre as habilidades do empreendedor, no momento de negociar o contrato entre o fundo de *venture capital* e a empresa do portfólio, um empreendedor que possua maior habilidade terá maior facilidade para aceitar um sistema de avaliação periódica do empreendimento e a divisão dos aportes em estágios, constituindo um sinal importante para avaliação das potenciais empresas devido à falta de histórico delas<sup>177</sup>.

### II.3.2.2. Monitoramento

Tendo em vista que a relação entre o fundo de *venture capital* e as empresas do portfólio é rodeada de incertezas, os contratos a serem firmados nessa relação não são capazes de disciplinar as possíveis soluções para fins de mitigação de todo o universo de possibilidades de atos oportunistas pela parte que possui maiores ou melhores informações ou poderes de decisão. Neste sentido, a construção de uma estrutura de governança que permita o constante monitoramento das atividades do empreendedor e um padrão de controle sobre o empreendimento é relevante para que os *venture capitalists* possam reduzir as possibilidades de desvios de condutas pelo primeiro<sup>178</sup>.

A principal forma utilizada para monitoramento e controle das atividades do empreendedor é a atribuição desproporcional dos assentos do conselho de administração da empresa investida, muitas vezes a maioria deles, aos *venture capitalists*. Esse mecanismo garante a muitos dos *venture capitalists* o poder de até mesmo substituir o diretor presidente (comumente o próprio empreendedor) da empresa do portfólio. O assento em conselhos de administração reduz a assimetria de informações entre *venture capitalists* e empreendedores, e, também, auxilia no problema da seleção adversa, uma vez que a aceitação de um controle maior é um sinal relevante sobre as habilidades do empreendedor.<sup>179</sup>

---

<sup>177</sup> Idem, p. 1080.

<sup>178</sup> GILSON, Ronald J. *Op cit.* nota 49, p. 1082.

<sup>179</sup> Conforme aponta GILSON (2003): “*The periodic and interim monitoring encouraged by the disproportionate allocation of control to the venture capital fund also serves to reduce the last of the contracting problems - information asymmetry between the venture capital fund and the entrepreneur. The balance of information between the parties is not static as the portfolio company moves forward on its business plan. Ongoing learning by the entrepreneur increases the information disparity and therefore the entrepreneur's discretion, which in turn increases agency costs. Ongoing monitoring by the venture capital fund, made possible by the disproportionate allocation of control, balances that influence.*”

Além dos assentos no conselho de administração, às ações detidas pelo fundo de *venture capital* são garantidos direitos de veto em questões relevantes da empresa, tais como operações de incorporação, fusão, cisão, venda de ativos, emissão de valores mobiliários, entre outros, podendo variar de empresa para empresa<sup>180</sup>.

### II.3.2.3. O Esquema de Remuneração

Com a finalidade de alinhar os interesses dos empreendedores com os dos *venture capitalists* os contratos de investimento estabelecem remunerações para os empreendedores, que atuam como administradores da empresa do portfólio, altamente baseadas no desempenho e criação de valor para os acionistas.

Conforme anotado por SAHLMAN (1990), o salário em dinheiro dos empreendedores de uma empresa que recebe investimento de *venture capital*, normalmente é menor que o valor recebido por profissionais com a mesma função no mercado. Entretanto, o menor componente em dinheiro é ofuscado pelo fato de eles possuírem participação acionária nas empresas que eles mesmos iniciam, bem como pelos programas de opção de compra de ações<sup>181</sup>.

O exercício das opções de compra de ações é submetido a períodos de carência, sendo que os empreendedores devem completar determinados ciclos de tempo na administração da empresa para que eles possam exercer as opções, convertendo-as em ações. Além disso, usualmente, os contratos entre *venture capitalists* e empreendedores estabelecem que em caso de saída antecipada do empreendedor da administração da empresa, as ações ou opções de compra de ações dos últimos podem ser compulsoriamente adquiridas a um preço inferior ao de mercado<sup>182</sup>.

### II.3.2.4. Utilização de Ações Preferenciais

---

*Finally, as with staged financing, the allocation of control serves to reduce information asymmetry by providing the entrepreneur the opportunity to signal her type. Giving the venture capital fund the power to terminate the entrepreneur in the event of poor performance gives the entrepreneur a powerful incentive to perform. The flip side of this incentive is a signal. By demonstrating her willingness to subject herself to this penalty for poor performance, the entrepreneur credibly provides information to the venture capital fund about her confidence in her own skills.”* Idem, pp. 1082 e 1.083.

<sup>180</sup> Vide BARTLETT, Robert P., *op cit.* nota 80, pp. 53 e 54.

<sup>181</sup> SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 508.

<sup>182</sup> GILSON, Ronald J. *op cit.* nota 490, pp. 1083 e 1084.

É prática generalizada no mercado dos EUA que o investimento do fundo de *venture capital* nas empresas do portfólio ocorra por meio da aquisição de ações preferenciais conversíveis em ordinárias<sup>183</sup>. Segundo a literatura sobre o tema, a utilização de ações preferenciais visa a reduzir problemas de assimetria de informações, custos de agência, e seleção adversa, mediante a conferência a tais ações de preferências no recebimento de haveres em eventos de liquidação ou venda, recebimento de dividendos, direito de exigir resgate, proteção antidiluição<sup>184</sup>, e direitos de controle<sup>185</sup>.

Primeiramente, no momento de negociação dos termos do investimento, a exigência pelo *venture capitalist* de ações preferenciais com vantagens econômicas e políticas pode desencorajar empreendedores que não possuem confiança em suas habilidades, ajudando na redução de problemas de assimetria informacional e seleção adversa<sup>186</sup>. Por exemplo, FRIED & GANOR (2006) argumentam que a preferência na liquidação ajuda a evitar que um empreendedor que tenha conhecimento que seu projeto valha pouco, tente vender participações societárias por um preço sobrevalorizado. Ao estabelecer preferência na liquidação, o empreendedor não receberá qualquer provento, a menos que o valor da empresa alcance um valor maior que a preferência dos *venture capitalists* na liquidação. Desta forma, a aceitação de tal mecanismo é um sinal da crença do empreendedor em seu próprio projeto<sup>187</sup>.

Além da sinalização no momento de negociação do investimento, as preferências econômicas estabelecem incentivos para o desempenho dos empreendedores. Considerando que os empreendedores são titulares de ações ordinárias, para que estes recebam dividendos ou valores em eventos de liquidação, proporcionais às suas

---

<sup>183</sup> Neste sentido ver SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 504; BARTLETT, Robert P., *op cit.* nota 80, pp. 53 e 54; GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 147, Kindle Edition; GILSON, Ronald J. *op cit.* nota 49, p. 1084; GILSON, Ronald J. & SCHIZER, David M., *Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock*, in *The Harvard Law Review*, no. 116, 2003, pp. 875 e 876; e FRIED, Jesse M. & GANOR, Mira, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, in *New York University Law Review*, no. 81, 2006, pp. 981 a 983.

<sup>184</sup> Sobre a proteção antidiluição, BARTLETT (2006) escreve: “*Antidilution protection diminishes the dilutive effect of a lower-price stock issuance by increasing, upon the issuance of the lower-priced stock, the ratio at which each share of the VC investor’s higher-priced preferred stock converts into common stock. As a result, the VC investor’s preferred stock will convert into a greater number of shares of common stock than prior to the issuance, and on an as-converted-to-common stock basis, the preferred stockholder will suffer less dilution from the new stock issuance than if no adjustment had been made.*” BARTLETT, Robert P., *op. cit.* nota 80, pp. 79 e 80.

<sup>185</sup> Vide BARTLETT, Robert P., *op. cit.* nota 80, p. 54; e GILSON, Ronald J. & SCHIZER, *op. cit.* nota 183, p. 882.

<sup>186</sup> BARTLETT, Robert P., *op. cit.* nota 80, p. 54.

<sup>187</sup> FRIED, Jesse M. & GANOR, Mira, *op. cit.* nota 183, p. 983.

participações acionárias, devem administrar a empresa de modo que seu desempenho ultrapasse os pisos estabelecidos nas preferências das ações dos *venture capitalists*. Caso contrário, receberão uma porção menor, ou não farão jus a qualquer valor se a empresa não atingir os valores atribuídos às ações preferenciais. Usualmente, quando se enfrenta um caso de liquidação, os contratos entre *venture capitalists* e empreendedores disciplinam que na hipótese de bom desempenho da empresa, no momento da liquidação (p. ex. venda ou um IPO) as ações preferenciais sejam convertidas em ordinárias, permitindo aos empreendedores receber o valor proporcional da empresa<sup>188</sup>.

Segundo SAHLMAN (1990), as ações preferenciais conversíveis permitem flexibilidade nas condições de conversão em ações ordinárias, sendo possível a vinculação da relação de conversão com o desempenho da empresa. Ou seja, é possível que seja estabelecido que em um cenário de baixo desempenho da empresa, seja aplicada uma taxa de conversão com base em um preço menor por ação ordinária convertida, deste modo, diluindo a participação dos empreendedores. De modo inverso, diante de um cenário de bom desempenho, aplica-se um preço maior da ação ordinária para basear a conversão. Além disso, as condições de conversão podem auxiliar os *venture capitalists* a evitar que sejam diluídos em futuros aumentos de capital promovido pelas empresas do portfólio, com a utilização de um mecanismo denominado “ratchet”, que assegura que o preço por ação pago pelo *venture capitalist* seja pelo menos tão baixo quanto qualquer preço a ser pago no futuro<sup>189</sup>.

Outro efeito da utilização de ações preferenciais conversíveis é a possibilidade de separação entre controle e o fluxo de pagamentos. GILSON & SCHIZER (2003) descrevem que geralmente os *venture capitalists* garantem para si a maioria dos assentos nos conselhos de administração das empresas do portfólio, porém, num evento de liquidação bem sucedido (venda ou IPO), a porção a ser recebida pelo fundo de *venture capital* é geralmente menor que a metade do valor da empresa. Esta separação permite que o controle seja alocado aos *venture capitalists*, porém, sem reduzir os incentivos econômicos para desempenho dos empreendedores. Tal efeito gerado pela utilização das ações preferenciais funciona como uma opção de compra do controle aos empreendedores, ou seja, é um incentivo para que eles atinjam as metas pré-estabelecidas e assim adquiram

---

<sup>188</sup> Idem.

<sup>189</sup> SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 509.

o controle em um evento de liquidação, mediante a conversão das ações preferenciais do fundo de *venture capital* em ordinárias<sup>190</sup>.

Não obstante as razões expostas acima, há ainda uma explicação relacionada a ganhos de eficiência tributária na atribuição de ações preferenciais conversíveis ao investimento em *venture capital*<sup>191</sup>. Para GILSON & SCHIZER (2003), a utilização de ações preferenciais permite que os programas de remuneração dos administradores das empresas do portfólio sofram menor impacto tributário para seus beneficiários. Tendo em vista o sistema tributário dos EUA, é particularmente mais econômico para os beneficiários de programas de opção de compra de ações ou concessão de ações, se estas, no momento do seu recebimento, forem valoradas no menor valor possível. Entretanto, usualmente, os períodos de pagamento das remunerações dos administradores das empresas do portfólio coincidem com as rodadas de financiamento pelo fundo de *venture capital*, quando a empresa tem particular interesse de que suas ações sejam valoradas no maior valor possível. Ao utilizar ações preferenciais como contrapartida ao investimento do fundo de *venture capital*, considerando as suas vantagens econômicas, cria-se uma justificativa para que a maior parte do valor da empresa fique concentrada nas ações preferenciais, sendo atribuído um reduzido valor para as ações ordinárias, utilizadas na remuneração dos administradores da empresa do portfólio.<sup>192</sup>

---

<sup>190</sup> FRIED, Jesse M. & GANOR, op. cit. nota 183, p. 885.

<sup>191</sup> GILSON & SCHIZER (2003) argumentam que as demais razões (não tributária) apontadas pela literatura sobre a utilização de ações preferenciais conversíveis são incompletas, e que a principal razão seria para fins de redução de tributação nos programas de remuneração dos administradores. GILSON, Ronald J. & SCHIZER, op. cit. nota 183, pp. 875 – 916. Ao longo do texto, os autores defendem que as vantagens referentes à liquidação do investimento atribuídas às ações preferenciais são reduzidas considerando o “mundo real” das empresas *star-up* com base em altas tecnologias. Isso porque, tais empresas possuem bases intensificadas de capital humano, sendo que no momento de liquidação por desempenho insatisfatório, não haveriam ativos valiosos a serem repartidos (pp. 883 e 884). Preferências sobre os dividendos também teriam pouco efeito, uma vez que na prática não é esperado que empresas que recebem investimentos em *venture capital* distribuam dividendos antes de um evento de liquidação (pp.883 e 882). Por fim, defendem que, embora o descasamento entre direitos de controle e direitos econômicos gere efeitos importantes, esse mecanismo pode ser replicado facilmente por outras formas, como por exemplo, emissão de ações ordinárias de diferentes classes e disciplina de direitos por meio de um acordo de acionistas (pp. 885 e 886).

<sup>192</sup> Segundo as palavras dos autores: “*Thus, from a tax planning perspective, much depends on the valuation of the portfolio company's common stock at the time the manager receives equity compensation. The problem is that this award typically coincides with a venture capital financing round. Although the manager wants a low valuation for her own stock for tax purposes, she still wants venture capitalists to pay a high price for their investment. To see the tension between these goals, suppose that a company simultaneously sells common stock to venture capital investors at \$ 100 per share and to managers at \$ 1 per share. Without more, managers who elect to be taxed on the stock's grant-date value would have \$ 99 of current ordinary income, reflecting their bargain purchase of the portfolio company's stock.*”<sup>158</sup> In contrast, if the venture capitalist invests instead in convertible preferred stock, managers are likely to claim a much lower valuation

### II.3.2.5. Disposições sobre a saída do investimento

A saída ou liquidação do investimento nas empresas do portfólio constitui uma das principais etapas do ciclo do *venture capital* e, conseqüentemente, é uma questão determinante nas decisões dos *venture capitalists* quando da prospecção e negociação dos termos em que serão efetivados os investimentos nas empresas do portfólio<sup>193</sup>.

Uma saída bem sucedida do investimento de *venture capital* numa empresa do portfólio pode ocorrer basicamente de duas formas: abertura do capital da empresa com a conseqüente venda das ações no mercado de capitais (oferta pública inicial – IPO); ou por meio de uma operação de aquisição, fusão ou incorporação da empresa, em que ações dos *venture capitalists* são trocadas por dinheiro ou valores publicamente negociados<sup>194</sup>. De um modo geral, os *venture capitalists* garantem a ocorrência do IPO por meio da inclusão de disposições nos contratos negociados entre o fundo de *venture capital* e a empresa do portfólio, que confirmam o direito do fundo em exigir o registro da empresa, às expensas desta, em um determinado tempo no futuro, para que ela realize sua abertura de capital, juntamente com o registro das ações do fundo para oferta pública<sup>195</sup>. Com relação à aquisição, fusão ou incorporação, regras específicas contratuais são criadas para viabilizar a operação sob determinadas condições, e, além disso, considerando a participação dos *venture capitalists* nos conselhos de administração, a maioria das condições é negociada diretamente por eles<sup>196</sup>.

Os contratos, ainda, são desenhados de forma a conceder incentivos aos

---

*for their common stock, thereby avoiding this up-front tax.*” GILSON, Ronald J. & SCHIZER, op. cit. nota 183, pp. 891 e 892.

<sup>193</sup> Neste sentido, GOMPERS & LERNER (2003) afirmam: “*While exiting is the last phase of the venture capital cycle that we discuss, it is extremely important to the health of the other parts of the cycle. The need to ultimately exit investments shapes every aspect of the venture capital cycle, from the ability to raise capital to the types of investments that are made.*” GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. op. cit. nota 80, posição 4701, Kindle Edition.

<sup>194</sup> Vide BARTLETT, Robert P., op. cit. nota 80, p. 71.

<sup>195</sup> SAHLMAN, William A. op. cit. nota 67, p. 504.

<sup>196</sup> BARTLETT (2006), descrevendo sobre potenciais conflitos que podem surgir entre fundos de *venture capital* que possuem investimentos em uma mesma empresa, aponta que tais fundos podem divergir com relação ao exato momento e os preços envolvidos em um evento de saída dos investimentos. Por exemplo, pode muito bem haver casos em que um fundo que investiu a \$1,00 por ação, tenha interesse de que a empresa seja vendida ao preço de \$10,00 por ação, enquanto outro fundo, que em momento diferente investiu na mesma empresa a \$11,00 por ação, possa ser veemente contrário a essa venda. Para solucionar tais casos, é comum que sejam atribuídos direitos de veto em IPOs ou operações de liquidação do investimento, em que não sejam atingidos determinados requisitos, independentemente da detenção do controle ou não pelo titular do direito de veto. Vide BARTLETT, Robert P., op. cit. nota 80, pp. 71 - 81.

empreendedores para que busquem um evento de saída bem sucedido. Conforme anotado por GILSON (2003), a estruturação da empresa do portfólio, desenhada pelo investimento do fundo de *venture capital*, cria para os empreendedores uma espécie de opção de aquisição do controle<sup>197</sup>. Tal efeito decorre pela existência das ações preferenciais conversíveis que ficam na titularidade do fundo de *venture capital*, as quais conferem a este o controle sobre o conselho de administração, bem como direitos preferenciais de liquidação. Os contratos usualmente disciplinam que, mediante um evento de saída em que seja alcançado um determinado nível do preço da empresa (geralmente, nível este que garanta um preço pela participação do fundo de *venture capital*, maior que os aportes efetuados), as ações preferenciais detidas pelo fundo de *venture capital* devem ser convertidas em ordinárias, deste modo retornando o controle para os empreendedores, bem como os direitos econômicos proporcionais às suas participações acionárias. Esse efeito incentiva os empreendedores a criarem valor para empresa, bem como a buscar oportunidades para a saída do investimento do fundo.

Para os casos em que o empreendimento não seja bem sucedido, a saída é endereçada na forma de preferência na liquidação, atribuída para as ações preferenciais adquiridas pelo fundo de *venture capital*. Outro mecanismo utilizado são as opções de venda das ações a que o fundo de *venture capital* tem direito contra a empresa, ou o direito de requerer o resgate de suas ações sob um preço pré-definido<sup>198</sup>.

#### II.3.2.6. Sindicalização dos Investimentos

Outro método utilizado para redução de riscos de agência e assimetria de informações é a sindicalização dos investimentos entre dois ou mais fundos de *venture capital*. Conforme descreve BARTLETT (2006), a sindicalização pode ocorrer já na primeira rodada de aportes, quando o convite para a participação de outros fundos de *venture capital* ocorre logo após identificação da empresa a receber o investimento; ou nas rodadas seguintes quando capital adicional é exigido. Nesta segunda hipótese, é comum

---

<sup>197</sup> GILSON, Ronald J. *Op cit.* nota 49, pp. 1084 e 1085.

<sup>198</sup> Vide SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 509. Para GILSON (2003) o direito de exigir resgate das ações não constitui um mecanismo de saída efetivo do investimento, uma vez que é comum que a empresa do portfólio não possua fundos suficientes para pagar pelo resgate ou compra das ações. Para o autor, esse direito serve mais como forma de pressão para que a empresa abarque o interesse do fundo em um IPO ou aquisição. Ver GILSON, Ronald J. *op cit.* nota 49, p. 1075.



que cada rodada de aporte adicional seja liderada por um fundo diferente<sup>199</sup>.

Segundo o referido autor, a sindicalização do investimento permite que o fundo de *venture capital* reduza sua exposição a risco de agência em face de um determinado empreendimento. Além disso, convites para investimentos costumam ser recíprocos entre os *venture capitalists*, o que permite a diversificação do portfólio dos fundos.<sup>200</sup>

GOMPERS & LERNER (2006) explicam que ao encontrar uma empresa promissora, os *venture capitalists* tendem a enviar propostas para outros fundos de *venture capital* avaliarem a oportunidade de investimento. A decisão de outro fundo em também fazer o investimento é um importante sinal para os primeiros *venture capitalists* e funciona como uma segunda avaliação de suas próprias decisões<sup>201</sup>.

Por fim, a sindicalização do investimento em rodadas seguintes de aportes, auxilia no problema de assimetria de informações. Outros *venture capitalists* podem ser incentivados a aportar capital em determinada empresa, quando um fundo de *venture capital* que já possui investimento e envolvimento em suas operações, também participe da rodada de aportes<sup>202</sup>.

### II.3.2.7. Outras prerrogativas

Os instrumentos a serem formalizados entre o fundo de *venture capital* e as empresas do portfólio, também endereçam situações em que o empreendedor possa sair da empresa prematuramente.

Com relação à venda de suas ações para terceiros, é usual que os contratos estabeleçam o direito do fundo de *venture capital* de vender conjuntamente suas ações com

---

<sup>199</sup> BARTLETT, Robert P., *op cit.* nota 80, p. 55.

<sup>200</sup> Idem.

<sup>201</sup> GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *op cit.* nota 80, posição 3554 a 3558, Kindle Edition.

<sup>202</sup> Idem, posição 3569, Kindle Edition. Os autores citam que na sindicalização em rodadas seguintes de aporte, pode ocorrer um problema de seleção adversa. Isso porque, o *venture capitalist* que já possui o investimento na empresa, em uma rodada de investimento coordenado por ele, terá o incentivo de ofertar menos ações para outros investidores, e, conseqüentemente, adquirir para seu fundo uma quantidade maior de participação, no caso deste *venture capitalist* possuir informações de que o empreendimento é realmente promissor. Por outro lado, o primeiro *venture capitalist* tenderá a ofertar mais ações para outros investidores, caso ele tenha conhecimento de que a empresa não possui boas perspectivas de crescimento. Segundos os autores, a forma de evitar o problema de seleção adversa resultante do fato descrito acima, consiste na subscrição pelo *venture capitalist* original de investimento de forma a manter sempre sua proporção de participação acionária na empresa.

as do empreendedor, no mesmo momento e sob as mesmas condições<sup>203</sup>. Cumulativamente, é garantido ao fundo o direito de preferência na aquisição das ações do empreendedor, sob as mesmas condições ofertadas pelo terceiro potencial adquirente.

No que importa à saída voluntária do empreendedor da administração da empresa, conforme acima descrito, os contratos estabelecem punições quem podem ser expressos na forma de uma opção de compra das ações do empreendedor com uma taxa de desconto<sup>204</sup>.

#### II.3.2.8. *O problema de agência dos empreendedores e restrições reputacionais*

Não obstante a maior parte da literatura no assunto tratar dos problemas de agência enfrentados pelo fundo de *venture capital* em função de atos oportunistas que podem ser tomados pelos empreendedores, também é possível observar situações em que estes se encontram suscetíveis de sofrerem de problemas de agência por atos dos *venture capitalists*.

SMITH (1998) argumenta que a relação entre *venture capitalists* e empreendedores não perfaz uma relação pura de agência, em que há uma estabilidade das posições de principal de um lado e agente de outro, mas sim, compõe uma relação cooperativa, em que os dois lados esperam contribuições positivas da outra parte<sup>205</sup>. Tal característica justifica-se pela expectativa do empreendedor sobre as contribuições não pecuniárias que um *venture capitalist* agrega ao empreendimento. Dentre tais contribuições, as principais seriam o auxílio na obtenção de financiamentos adicionais, planejamento estratégico, e no recrutamento de profissionais para compor a administração da empresa<sup>206</sup>.

Considerando os serviços esperados dos *venture capitalists* para o sucesso do empreendimento, SMITH (1998) descreve que empreendedores estão sujeitos a dois problemas derivados da relação de agência: o risco moral e a seleção adversa<sup>207</sup>.

Os contratos firmados entre empreendedores e *venture capitalists* pouco endereçam os problemas acima, com exceção dos incentivos aos *venture capitalists* a fim de evitar

---

<sup>203</sup> SAHLMAN, William A. *op cit.* nota 67, p. 504.

<sup>204</sup> Vide item II.3.2.3 acima, deste Capítulo.

<sup>205</sup> SMITH, Gordon, *Venture Capital Contracting in the Information Age*, in *The Journal of Small and Emerging Business Law*, no. 133, Northwestern School of Law, 1998, p. 139.

<sup>206</sup> *Idem*, p. 140.

<sup>207</sup> Sobre risco moral e seleção adversa, ver item II.2 deste Capítulo.

problemas de risco moral relacionados à falta de esforço (p. ex. a perda do investimento em caso de insucesso do empreendimento). Além disso, o referido autor cita que nos EUA, as cortes judiciais não impõem deveres fiduciários aos *venture capitalists* voltados a evitar risco moral, baseando-se primordialmente numa interpretação contratual<sup>208</sup>. Para fins de coibição de atos oportunistas e redução de riscos de seleção adversa, empreendedores apoiam-se basicamente no mercado de reputação dos *venture capitalists*<sup>209</sup>.

GILSON (2003) também expõe sobre o papel da reputação na prevenção de riscos de agencia contra os *venture capitalists*. Conforme descreve o autor, com a finalidade de evitar que empreendedores tomem atitudes contrárias ao interesse do fundo de *venture capital*, a discricionariedade, que inicialmente está nas mãos dos empreendedores, é contratualmente transferida para os *venture capitalists*. Essa transferência da discricionariedade altera, também, a relação de agência, permitindo que os *venture capitalists* atuem oportunisticamente em detrimento dos empreendedores. Entretanto, segundo o autor, essa transferência tem fundamento, uma vez que a discricionariedade deve ser alocada na parte que é mais facilmente monitorada, e, devido ao mercado de reputação sobre os *venture capitalists*, estes sofrem de maiores coibições para agirem em detrimento dos interesses da empresa<sup>210</sup>.

---

<sup>208</sup> SMITH, Gordon, idem, pp. 153 e 154.

<sup>209</sup> SMITH (1998), entretanto, argumenta que o mercado de informação sobre a reputação dos *venture capitalists* carece de eficiência, deixando descobertos os empreendedores com respeito a riscos de agencia. Não obstante, o autor expõe que informações disponíveis pela internet, tendem a melhorar este mercado. Idem, pp. 158 a 169.

<sup>210</sup> GILSON, Ronald J. *Op cit.* nota 49, p. 1086. Segundo o autor, ainda, todas as condições para a existência de um mercado de reputação sobre os *venture capitalists* encontram-se presentes, quais sejam: “*First, the party whose discretion will be policed by the market must anticipate repeated future transactions. Second, participants must have shared expectations of what constitutes appropriate behavior by the party to whom discretion has been transferred. Finally, those who will deal with the advantaged party in the future must be able to observe whether that party's behavior in past dealings conforms to shared expectations.*” (Idem)

### III. TRATAMENTO DAS OPERAÇÕES DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL

Neste terceiro capítulo buscaremos expor sobre os arranjos jurídicos utilizados no mercado de *venture capital* brasileiro, considerando ainda a atuação dos institutos jurídicos na disciplina dos típicos problemas existentes nas relações entre os agentes envolvidos nos investimentos em *venture capital*, conforme discutidos no Capítulo II.

#### III.1. Veículos para captação de recursos dos investidores

Conforme exposto no Capítulo II, a relação entre os investidores e os gestores (*venture capitalists*) dos fundos é basicamente disciplinada pelos instrumentos constitutivos dos veículos de investimento. Incentivos adequados, instrumentos de monitoramento e controle, bem como demais regras visando a disciplinar os problemas de agência devem também produzir efeitos aceitáveis nos tipos de veículos de investimento possíveis de serem formados com base na legislação brasileira, para que as operações sejam viabilizadas, de modo que os interesses de investidores e *venture capitalists* estejam o mais alinhados possível.

Observando o mercado brasileiro de *venture capital*, investidores e *venture capitalists* utilizam-se de veículos de investimentos organizados principalmente sob as formas de: (i) *limited partnerships* constituídas em jurisdições que contemple tal figura; (ii) os fundos de investimento organizados na forma de condomínio, regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), mais especificamente os *Fundos de Investimento em Participações* – FIP, instituídos pela Instrução CVM 391 de 2003, e os *Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes* – FMIEE, criados e regulados pela instrução CVM 209 de 1994; (iii) sociedades holdings constituídas sob a forma de sociedade por ações, reguladas pela Lei 6.404 de 1976<sup>211</sup>.

---

<sup>211</sup> Vide RIBEIRO et al, *O Ecossistema da Indústria de PE/VC no Brasil*, in AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, *op. cit.* nota 7, p. 74. O censo aponta ainda, como modalidades de veículos de investimento, o “investimento direto” e a “divisão de empresa não financeira”, com as seguintes definições:

Segundo levantamento realizado pela ABDI (2011), dentre os veículos de investimento com capital comprometido alocado para o Brasil, organizados nas formas acima listadas, foram identificados em 2009: 63 veículos sob a forma de *limited partnership*, com capital comprometido total de US\$13,41 bilhões; 67 veículos sob forma de FIP (CVM 391), com capital comprometido total de US\$5,96 bilhões; 34 veículos sob a forma de FMIEE (CVM 209), com capital comprometido total de US\$0,58 bilhão; e 31 veículos sob a forma de sociedade *holding*, com capital comprometido total de US\$0,85 bilhão<sup>212</sup>.

Para compreensão de como cada uma das estruturas organizacionais acomodam os interesses de investidores e *venture capitalists*, e o endereçamento de potenciais problemas de agência, passaremos a analisar suas regulações e características principais.

Considerando o propósito da presente análise, embora utilizada em nosso mercado mediante envolvimento de jurisdições estrangeiras, as *limited partnerships* não serão avaliadas criticamente neste Capítulo, uma vez que o objeto de nossas pesquisas consiste na crítica sobre a adequação dos institutos jurídicos brasileiros no alinhamento de interesses entre investidores, *venture capitalists* e empreendedores.

### **III.1.1. Sociedades anônimas de capital fechado (*holdings*)**

Os primeiros veículos de investimento utilizados para as operações de *venture capital* no Brasil foram organizados na forma de sociedades anônimas de capital fechado com objeto voltado para detenção de participações societárias (*holdings*)<sup>213</sup>. Considerando que a legislação brasileira não prevê a figura da *limited partnership*, as *holdings* foram a solução encontrada para viabilizar a comunhão entre investidores e *venture capitalists*,

---

“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.

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.” (Idem) Entretanto, não consideraremos as duas modalidades acima em nossas pesquisas, uma vez que um dos propósitos principais de nosso trabalho é analisar como são tratadas as relações entre investidores e os gestores nos veículos de investimento, relação essa inexistente nas duas modalidades em comento.

<sup>212</sup> D’AMICO, Henrique, RAMALHO, Caio & LARA, Rodrigo, *O Ciclo de Private Equity e Venture Capital – Captação de Recursos (Fundraising), Capital Comprometido e Origem das Organizações Gestoras*, in AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL, *op. cit.* nota 7, p. 134.

<sup>213</sup> Vide SCHAPIRO, *op. cit.* nota 33, p. 25.

antes do advento das Instruções CVM 209 e 391 (respectivamente em 1994 e 2003). Exemplo disso foi a CRP Companhia de Participações, fundada nos anos de 1981 com a participação de bancos de desenvolvimento locais, e que até 1990 investiu US\$5,2 milhões em 40 negócios<sup>214</sup>. Conforme apontamos no início deste capítulo, ainda hoje observamos veículos de investimento em *venture capital* organizados na forma de *holdings*<sup>215</sup>.

Em 1986, em busca de fomentar o *venture capital* no Brasil, o Governo Federal promulgou a Decreto-Lei 2.287, que concedia benefícios fiscais para as denominadas “sociedades de capital de risco”, que seriam “as sociedades cujo único objeto social seja a aplicação de capital próprio na subscrição de ações ou quotas de pequenas e médias empresas e que atendam aos requisitos estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional”<sup>216</sup>. Entretanto, tal legislação foi revogada pela Lei 7.714 de 1988<sup>217</sup>.

Além de não gozar mais de benefícios tributários, a estrutura de governança, controle e administração da sociedade anônima são alvos de críticas no que tange à sua adequação para a regulação da relação entre investidores e *venture capitalists*. Tais críticas podem ser resumidas conforme a seguinte passagem de SCHAPIRO (2010):

“Tais companhias, organizadas na forma de sociedades anônimas fechadas, apresentavam inconvenientes para atuar como *venture capitalists*. Diferentemente da estrutura norte-americana em que, usualmente, as firmas de *venture capital* apresentam-se como *limited partnership* (Sahlman, 1990), as CCRs eram empresas com uma dinâmica societária potencialmente mais intensa.

Sendo uma sociedade anônima, os direitos e possibilidades de participação de seus sócios eram diferentes daqueles apresentados pelos *limited partners*. Os acionistas da holding não são apenas sócios investidores, completamente alheios às decisões sociais, e nem tampouco

---

<sup>214</sup> Vide Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. *op. cit* nota 7, p. 60 e 61.

<sup>215</sup> Para um histórico sobre as atividades de *venture capital* no Brasil, ver Idem, pp. 57 – 65.

<sup>216</sup> Ver art. 19, do Decreto-Lei nº 2.287, de 23 de julho de 1986, disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/Del2287.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2287.htm) (acesso em 02/12/2012)

<sup>217</sup> Segundo RAMALHO & LARA (2011), tal regulação pouco representou na trajetória do *venture capital* no país: “Embora esta regulamentação tenha sido uma boa ideia para fomentar a indústria de PE/VC no Brasil, ela se mostrou insustentável, pois: a) excluía as médias e grandes empresas; b) não permitia a utilização de instrumentos de dívida; c) a regulamentação do BACEN sobre ganho de capital era incompatível com as SCRs; d) A Lei No 7.714/88 cancelou os benefícios fiscais. Como consequência, apenas poucas iniciativas foram realizadas sob a regulamentação do Decreto-Lei 2.287/86, não tendo prosperado muito tempo (Costa e Lees, 1989; Gorgulho, 1996; Pavani, 2003). Exemplos de SCRs constituídas fora a ACEL Sociedade de Capital de Risco, do Rio de Janeiro e focada em empresas de tecnologia, e a PAD Investimentos, de São Paulo e focada em empresas com produtos e serviços diferenciados. Elas fizeram menos de 10 investimentos no total e encerraram suas operações no início dos anos 90.” in Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. *op. cit* nota 7, p. 60.

os administradores são gestores investidos de liberdade para conduzir os negócios com total independência em relação aos demais acionistas. Esta situação pode se mostrar desfavorável a uma organização encarregada de aportes de risco, em que o papel dos participantes é o de atuar apenas como investidores e não como participantes da sociedade (Carvalho, Ribeiro & Furtado, 2005, p. 53-61). É ao ‘*general partner*’, supostamente alguém com expertise técnica no setor econômico que receberá os investimentos, que se atribui o plano de seleção e de aportes de risco.”<sup>218</sup>

A fim de analisarmos como as operações de *venture capital* são afetadas à utilização das sociedades anônimas, tendo como referência a prática de tais operações no maduro mercado dos EUA, em que tipicamente são desenvolvidas no âmbito das *limited partnerships*, procederemos a seguir a uma breve análise sobre alguns pontos da Lei 6.404 de 1976, que regula minuciosamente aquelas sociedades.

Por se tratar de uma legislação que visa a disciplinar a grande empresa<sup>219</sup> e, ainda, a companhia cujas ações ou outros valores mobiliários de sua emissão são negociados publicamente, seja em bolsa de valores ou mercado de balcão, uma grande parte das disposições contidas em lei são mandatórias, ainda que para sociedades de capital fechado, salvo se contrariamente disposto ou permitido no próprio diploma<sup>220</sup>. Dito isso, a liberdade das partes em contratar resta limitada se compararmos com as *limited partnerships*. Em um ambiente, como o característico das operações de *venture capital*, em que as condições negociais podem sofrer grandes variações, seja por conta de externalidades negativas ou

---

<sup>218</sup> SCHAPIRO, *op. cit.* nota 33, p. 25.

<sup>219</sup> VERÇOSA (2008), referindo-se à “Exposição de Motivos” da Lei 6.404/76, afirma: “Neste documento a sociedade anônima era tomada como um instrumento de política econômica, voltado para ser utilizado pela grande empresa moderna”. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*, vol. 3, 1ª ed., Malheiros Editores, São Paulo, 2008, p. 57.

<sup>220</sup> Esse duplo ângulo da Lei 6.404/76, com aplicações tanto para as sociedades anônimas de capital fechado como para as de capital aberto é mencionado por VERÇOSA (2008) em seguinte passagem: “Neste contexto, a Lei 6.404/1976 deve ser estudada sob um duplo ângulo, o das companhias fechadas e o das companhias abertas, existindo normas que são comuns aos dois modelos”. *Idem*, p. 56. YAZBEK (2011) também comenta sobre este aspecto da Lei 6.404/76: “Fruto desse ambiente, a lei acionária, ao lado da evidente modernização, apresentou também soluções ‘de compromisso’, incorporando outras questões, que alteraram aqueles fins originariamente almejados. O que deveria ser um diploma próprio para as companhias abertas tornou-se uma lei aplicável também às fechadas, em um regime que combina dispositivos básicos para as duas com a declaração, a cada ponto, dos regimes excepcionais.” YAZBEK, Otavio, *As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e desvantagens da abertura de capital*, in FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis & PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.), *Sociedades Anônimas*, 2ª ed., Saraiva, São Paulo, 2011, p. 113. Sobre o aspecto cogente da maior parte das matérias disciplinadas pela Lei 6.404/76, MUNHOZ (2002) afirma: “Em algumas matérias, não há dúvida de que a disciplina ideal é aquela que deixa aos empresários ampla margem de autonomia de vontade, aplicando-se a regra legal apenas no caso de omissão. (...). Há matérias, porém, que devem ser disciplinadas por normas cogentes, como ocorre na maioria daquelas que disciplinam a sociedade por ações. A necessidade proteger as minorias acionárias – o público investidor – torna indispensável a adoção de normas cogentes”. MUNHOZ, Eduardo Secchi, *Empresa Contemporânea e Direito Societário*, 1ª ed., Editora Juarez de Oliveira, São Paulo, 2002, p. 33.

positivas (questões de ordem econômica, ou do potencial de desenvolvimento de certas tecnologias em um dado período) que afetem a demanda ou oferta de serviços dos *venture capitalists*, quanto da própria relação já existente entre investidores e *venture capitalists* (i.e. questões de cunho reputacional), a prerrogativa das partes de criarem mecanismos de gestão e monitoramento, bem como de incentivos próprios para alinhamento de interesses, parece-nos de grande importância e benéfico para o setor.

Como exemplo dessa restrita liberdade contratual, podemos citar as competências privativas da assembleia geral definidas na Lei 6.404/76, art. 122<sup>221</sup>, bem como os direitos essenciais dos acionistas previstos no art. 109<sup>222</sup> do mesmo diploma legal e os direitos de minoritários<sup>223</sup>. Além disso, investidores e *venture capitalists* se veem restritos a respeitarem regras procedimentais fixadas pela Lei, tais como às relacionadas à convocação de assembleia-geral, quorum de instalação, e publicação de documentos da sociedade em jornais.

Outro ponto que entendemos de grande importância, e que seja possível haver um distanciamento sobre a concepção usual da relação entre investidores e *venture capitalists* refere-se à disciplina do poder de controle na Lei 6.404/76. O seu art. 116 define o acionista controlador como:

---

<sup>221</sup> “Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: I - reformar o estatuto social; II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142; III - tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas; IV - autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto nos §§ 1º, 2º e 4º do art. 59; V - suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120); VI - deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social; VII - autorizar a emissão de partes beneficiárias; VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e IX - autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.” Além desse artigo, a Lei prevê outros assuntos em que a deliberação deve ser de competência da assembleia-geral, como, por exemplo, a prevista no art. 14, sobre a fixação de preço de emissão de ações sem valor nominal. Parágrafo único. Em caso de urgência, a confissão de falência ou o pedido de concordata poderá ser formulado pelos administradores, com a concordância do acionista controlador, se houver, convocando-se imediatamente a assembleia-geral, para manifestar-se sobre a matéria.”

<sup>222</sup> “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei. §1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares. §2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia-geral §3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.”

<sup>223</sup> Esparsos na legislação. Como exemplo, citamos: art. 105; 123, c; 157, §1º; 159, §4º; 161, §2º; 161, §4º, a; 163, §6º.



“Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: **a)** é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e **b)** usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

A configuração do poder de controle impõe a seu titular o dever de conduzir a companhia de modo que ela realize o seu objeto e cumpra sua função social. Ainda, tem o controlador deveres e responsabilidades perante, tanto os demais acionistas, quanto *stakeholders*, incluindo trabalhadores e comunidade em que atua<sup>224</sup>. Como consequência destes deveres, responde o controlador pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder<sup>225</sup>.

A questão que naturalmente surge é: estariam eventuais investidores de *venture capital*, individualmente ou coletivamente considerados, que possuem maioria absoluta de votos e que participem das deliberações sociais a que são chamados, sujeitos a tais deveres e responsabilidades? Como vimos no Capítulo II supra, investidores de *venture capital* são tipicamente passivos, sendo que o controle dos negócios do fundo é exercido pelos *venture capitalists*. Este nos parece um conceito básico deste tipo de investimento, mas que no âmbito de uma sociedade anônima, pode gerar desajustes. Embora a configuração do poder de controle em sociedades anônimas exija o seu efetivo uso<sup>226</sup>, a prova de que um detentor da maioria das ações com direito de voto não exerce o efetivo controle pode encontrar controvérsias<sup>227</sup>. Considere-se, ainda, que assembleias-gerais ordinárias anuais contarão

---

<sup>224</sup> Ver Lei 6.404/76, art. 116, parágrafo único.

<sup>225</sup> Para uma lista de possíveis atos entendidos como praticados com abuso de poder, ver Lei 6.404/76, art. 117, § 1º.

<sup>226</sup> Segundo PROENÇA (2011): “Essa caracterização do acionista controlador, exposta no referido artigo, abandonou a figura do acionista majoritário previsto na legislação anterior (Decreto-Lei n. 2.627, de 1940). Ao adotar o efetivo controle exercido pelo acionista na respectiva empresa, em detrimento de sua participação quantitativa no capital social da companhia, o legislador personificou a figura do acionista controlador, que exerce o poder não apenas pela titularidade de direitos de sócio que lhe assegurem a maioria nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, mas também pela efetiva condução da administração da empresa.” PROENÇA, José Marcelo Martins, *Direitos e Deveres dos Acionistas*, in FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis & PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.), *op. cit.* nota 220, p. 90.

<sup>227</sup> Tal controvérsia é justificada pelo fato de parte da doutrina entender que no caso de existência de acionistas majoritários, o poder de controle seja presumido. Vide PEREIRA (1995): “Pensamos, no entanto, que se deveria introduzir uma pequena variação de matiz nessa forma de entender a definição legal, no sentido de se advogar que, no caso do controle majoritário, o uso efetivo do poder é presumido, não de forma absoluta, mas com presunção *iuris tantum*, elidível por prova em contrário. Isso porque a aceitação da tese parece implicar que todo aquele que detém a maioria das ações com voto tem o dever legal de exercer o controle, de comandar (talvez devêssemos falar em ônus). Ou seja, a ninguém é lícito ter tal quantidade de

com a participação desses investidores majoritários e administradores serão por eles reeleitos, assim como em assembleias-gerais extraordinárias para matérias que exijam privativamente a deliberação dessa instância societária. Some-se a isso, a inexistência de previsão legal expressa sobre a construção doutrinária do controle gerencial, ou seja, o controle exercido pelos administradores da companhia, que entendemos a mais aplicável para as estruturas dos fundos de *venture capital*<sup>228</sup>. A atribuição de deveres e responsabilidades para o investidor pode servir como um incentivo para que ele interfira em decisões que seriam tipicamente tomadas pelos *venture capitalists*, limitando o âmbito de atuação destes.

Outros entraves referem-se a dificuldades de variação do capital social das sociedades anônimas. Conforme vimos nos itens II.3.1.1 e II.3.1.2 do Capítulo II acima, muitos veículos de *venture capital* estipulam que os ganhos realizados devam ser distribuídos aos investidores, tão logo liquidados os investimentos nas empresas do portfólio, assim como a existência de avenças sobre remuneração dos *venture capitalists*, que condicionam o pagamento da taxa de performance ao retorno do investimento inicial dos investidores. Ocorre que, conforme os investimentos nas empresas do portfólio são liquidados, usualmente os *venture capitalists* imediatamente realizam o pagamento aos investidores dos ganhos e, também, do retorno das contribuições destes últimos para a

---

ações e desinteressar-se da orientação da empresa. A solução não me parece má; é, ao contrário, justa e até moralizadora (impondo certos limites à especulação). Deveria haver, contudo, a explicitação desse dever – o que, em absoluto, não se deduz do art. 16 da lei societária como está redigido; a impressão que se colhe é a de que àquele que resolver assumir o poder, que tenha em estado potencial, a este atribui a lei as funções sociais e empresariais do parágrafo único. Se o acionista majoritário prova que nada tinha a ver com a orientação da companhia e ignorava o desempenho dela, não vejo como achacar-lhe a responsabilidade do art. 117. Se, todavia, estava a par da situação e tinha como evitar a má orientação, mas omitiu-se, responde pelo princípio geral do art. 159 do Código Civil.” PEREIRA, Guilherme Doring da Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. Saraiva: São Paulo, 1995, p. 19.

<sup>228</sup> Sobre a não previsão legal expressa do controle gerencial, PROENÇA (2011) escreve: “A lei societária trata do controle da empresa apenas nos arts. 116 e 243, §2º; enquanto o art. 116 reconhece como controlador apenas o acionista direto da companhia, o art. 243 refere-se à sociedade controladora que exerce o comando indiretamente. Ambos os dispositivos legais, contudo, repete-se, referem-se ao poder de controle exercido na assembleia da empresa, o que afasta o controle gerencial ou o controle externo.” (PROENÇA, José Marcelo Martins, *Direitos e Deveres dos Acionistas*, op. cit. nota 223, p. 91). Sobre o controle gerencial, COMPARATO (2008) escreve que é “totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social” e que a “perpetuação no poder é obtida, sobretudo, com a utilização de complexos mecanismos de representação de acionistas em assembleia (*proxy machinery*), explorando-se ao máximo o absentismo do corpo acionário”. (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 5ª ed, Rio de Janeiro, Editora Forense, 2008, pp. 70 e 71). Poder-se-ia imaginar uma situação de absentismo dos investidores nas assembleias-gerais, e que as vontades dos administradores sempre seriam ratificadas, inclusive a perpetuação de seus cargos, caracterizando desta forma o controle gerencial. Entretanto, em nossa opinião, até mesmo pela ausência no Brasil de companhias com controle gerencial e jurisprudência no assunto, este seria um aspecto fático que tenderia a ser duramente discutido em um litígio envolvendo abuso de poder de controle.

formação do fundo. Nas sociedades anônimas, tais pagamentos, uma vez que podem ultrapassar o montante dos lucros apurados e eventuais reservas, apenas se viabilizariam com a consequente utilização da conta do capital social, levando a necessidade de reduzi-lo. Entretanto, a Lei 6.404/76, com o propósito de proteger credores da companhia, propugnando o princípio da intangibilidade do capital social<sup>229</sup>, estabelece a possibilidade de redução deste em alguns casos específicos, conforme apontados por GARCIA (2009)<sup>230</sup>, quais sejam: em caso de perda, até o montante dos prejuízos acumulados (art. 173, *caput*, da Lei 6.404/76); caso julgado excessivo (art. 173, *caput*, da Lei 6.404/76), incluindo o caso de liberação da integralização de ações (art. 174, *caput*, da Lei 6.404/76); o resgate de ações com redução de capital (art. 44, §1º, da Lei 6.404/76); a cisão com a consequente redução do capital (art. 229 da Lei 6.404/76); o resgate de ações após a realização de oferta pública de aquisição de ações (art. 4º, §5º, da Lei 6.404/76); em casos de reembolso (art. 45, §6º, da Lei 6.404/76); em casos de ações caídas em comisso (art. 107, §4º, da Lei 6.404/76); e oferta pública de aquisição de ações obrigatória pela própria emissora (art. 4º, §6º, da Lei 6.404/76)<sup>231</sup>. Para fins de retorno de investimento para investidores de *venture capital*, a hipótese que entendemos ser mais plausível é a redução do capital social por ser julgado excessivo<sup>232</sup>. Entretanto, essa hipótese exige a obediência de um procedimento específico para que direitos de credores sejam preservados, não podendo ocorrer de maneira imediata. Segundo o art. 174, *caput*, da Lei 6.404/76, “a redução de capital com restituição aos acionistas de parte do valor das ações, só se tornará efetiva 60 (sessenta)

---

<sup>229</sup> Sobre a intangibilidade do capital social FRANÇA (2009) escreve: “A lei assegura ao credor, em *terceiro lugar*, que o capital será intangível. Isso significa que as contribuições dos sócios, correspondentes à integralização do capital, que passam a integrar o patrimônio da sociedade, *somente poderão ser utilizadas na atividade social*, não podendo *ser devolvidas aos sócios* senão, em princípio, na liquidação da sociedade ou, então, nas hipóteses expressamente previstas.” FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. 1. ed. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 231. Neste mesmo sentido, LAMY FILHO & PEDREIRA (1996): “... no momento da constituição da sociedade os sócios são livres para fixarem a cifra do capital, mas, uma vez que ela se constituiu, e entra no mundo jurídico, a alteração de tal cifra obedece a normas estritas, seja para aumentá-la, seja – e especialmente para reduzi-la”. LAMY FILHO, Alfredo & PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *A Lei das S.A.* 2ª ed., v. 2, Renovar, Rio de Janeiro, 1996, p. 475.

<sup>230</sup> GARCIA, Alexandre Hildebrand. *A redução do capital social*. Dissertação de Mestrado, USP, 2009, p.88 e 89.

<sup>231</sup> Vide Lei 6.404/76, art. 174, *caput* e §2º.

<sup>232</sup> O capital social será excessivo uma vez que, para aquele período, parte dos recursos que contribuíram para sua formação não será mais utilizada na atividade social, ou seja, na hipótese de uma *holding* de *venture capital*, não será utilizada para investimentos em outras empresas do portfólio. GARCIA, comentando sobre o conceito do termo “excessivo” utilizado pela Lei, escreve: “Neste sentido, a confusão pode apenas aumentar, porque se pode imaginar que – para um objeto social muito amplo e de grandes empreitadas, exija-se, todo o tempo, um capital social muito grande, não se podendo falar na sua redução por excesso. Isto não está correto, porque o referencial mais apropriado para verificar o excesso de capital parece ser a atividade produtiva desempenhada pela companhia a cada período. Esta sim, indicador mais preciso do excesso ou não de capital”. GARCIA, Alexandre Hildebrand, *op. cit.* note 227, pp, 124 e 125.

dias após publicação de da ata da assembleia-geral que a tiver deliberado”. Embora não represente um impeditivo para o funcionamento do mecanismo de remuneração dos investidores, o procedimento implica maiores custos de implementação uma vez que envolve deliberação da assembleia-geral e abertura de prazo para oposição dos credores. A fim de proteger interesses de investidores minoritários da *holding*, deliberações em assembleias-gerais que envolvam remuneração ou devolução de capital aos acionistas devem estar bem disciplinadas, sejam por acordos de acionistas ou disposições no estatuto social.

Regras sobre a administração e sua remuneração aplicáveis às sociedades anônimas, também podem gerar maior complexidade dos arranjos contratuais para que os mesmos efeitos sejam atingidos, conforme explicados no Capítulo II. Em primeiro lugar, a administração de sociedades anônimas só pode ser desempenhada por pessoas físicas, diferentemente do arranjo típico das *limited partnerships* do setor, em que os *general partners* são as próprias firmas gestoras. Tal disposição cria dificuldades no aproveitamento direto da imagem reputacional de uma determinada firma gestora, seja para desfrutar de sua boa imagem perante as empresas do portfólio, ou para restringi-la em casos de desempenho ruim ou desvios de conduta. Em segundo lugar, a limitação do prazo de mandato dos diretores a no máximo 3 anos, exige custos contratuais adicionais para que a cada 3 anos, os *venture capitalists* sejam reeleitos, sendo que, conforme acima apontado (Capítulo II), a prática comum do setor é que os *venture capitalists* sejam substituídos apenas em casos extremos<sup>233</sup>. E em terceiro lugar, a limitação da participação dos administradores nos lucros, também ocasiona maiores custos de transação por conta de necessidade de arranjos contratuais adicionais para que o efeito da taxa de performance seja atingido<sup>234</sup>.

Por fim, e talvez a principal razão pela pouca utilização das sociedades anônimas como veículos de investimento em *venture capital*, não existe tratamento tributário

---

<sup>233</sup> Vide Lei 6404/76, art. 143, III.

<sup>234</sup> O artigo 152, *caput* e parágrafo §1º, da Lei 6.404/76, estabelece: “Art. 152. A assembléia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado. §1º O estatuto da companhia que fixar o dividendo obrigatório em 25% (vinte e cinco por cento) ou mais do lucro líquido, pode atribuir aos administradores participação no lucro da companhia, desde que o seu total não ultrapasse a remuneração anual dos administradores nem 0,1 (um décimo) dos lucros (artigo 190), prevalecendo o limite que for menor.” Exceção feita à pequena companhia fechada que é isenta de respeitar tais limites, desde que haja deliberação neste sentido da unanimidade dos acionistas (art. 294, §2º, da Lei 6.404/76).

semelhante ao “*flow-through taxation*” para operações que se utilizam de tais veículos. A tributação é particularmente majorada se comparada com os dos fundos de investimento regulados pela CVM. Dentre as desvantagens das *holdings* está a incidência do Imposto sobre Ganho de Capital na venda de participações detidas pela *holding* a 34%, Imposto sobre Ganho de Capital pelos ganhos dos investidores brasileiros a 20%, e Imposto sobre Ganho de Capital pelos ganhos dos investidores estrangeiros a 15%<sup>235</sup>.

### III.1.2. Fundos de investimentos CVM – FIP e FMIEE

Tendo em vista o descompasso entre as regras aplicáveis às *holdings* e as operações características do mercado de *venture capital*, por muito tempo o Brasil se viu sem um instituto previsto em legislação nacional que pudesse viabilizar o amadurecimento do mercado em referência<sup>236</sup>. No Brasil, conforme vimos acima, ainda muitos dos investimentos em *venture capital* contam com a utilização das estruturas das *limited partnerships* constituídas em países em que tal forma associativa é prevista. Entretanto, em 1994, estruturas reguladas pela jurisdição brasileira, foram criadas para unir investidores e *venture capitalists* com a finalidade de organização do veículo de investimento e, dessa forma, criar um mercado mais ativo de *venture capital*. Tais eram os fundos de investimento regulados pela Comissão de Valores Mobiliários, notadamente os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE), criados pela ICVM 209. Mais tarde, em 2003, a CVM criou os Fundos de Investimento em Participações (FIP), disciplinados pela ICVM 391, que se tornou, em anos recentes, o veículo predominante para os investimentos em *venture capital* no Brasil<sup>237</sup>.

---

<sup>235</sup> RIBEIRO et al, *O Ecossistema da Indústria de PE/VC no Brasil*, in Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, *op. cit* nota 54, p. 76.

<sup>236</sup> Chama-nos atenção a inexistência de registros literários sobre a tentativa de utilização de outros tipos societários, tais como a sociedade em conta de participação e a sociedade em comandita, que, por suas características, seriam mais semelhantes às *limited partnerships*.

<sup>237</sup> Sobre as vantagens dos Fundos de Investimento CVM em comparação as *holdings*, RIBEIRO et al (2011) cita como exemplos: “1) podem receber investimentos de investidores estrangeiros qualificados sem que sejam de capital aberto; 2) os fundos permitem uma tributação diferenciada aos seus cotistas: todos os ganhos provenientes dos fundos aparecem na forma de ganhos de capital e os impostos são recolhidos apenas no momento do resgate das cotas pelos investidores que recolhem impostos proporcionalmente as alíquotas as quais estão sujeitos. Além do mais, caso haja reinvestimento, os impostos são automaticamente postergados; 3) tem duração limitada; 4) são mais ágeis para a apropriação de créditos tributários; 5) apresentam maior facilidade para a cobrança da taxa de administração e 6) o processo de liquidação financeira dos investimentos é mais simplificado. Como principal desvantagem, existe a necessidade de transparência na gestão, o que muitas vezes é indesejável; como, por exemplo, o fornecimento de informações consideradas estratégicas pelo gestor.” In Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, *op. cit.* nota 7, p. 105.

A regulação dos fundos de investimento no Brasil é de competência do Conselho Monetário Nacional (CMN), e também do Banco Central e da CVM, sendo que por normas emitidas por esses órgãos que são disciplinadas estas formas organizacionais. A organização das instituições de investimento coletivo na forma de condomínio não é de todo bem recebida pela doutrina<sup>238</sup>, existindo, inclusive, divergência acerca de sua natureza jurídica, ora atribuindo natureza de condomínio, ora de sociedade<sup>239</sup>. Tal definição é relevante, pois deve balizar a aplicação de princípios e regras supletivas para casos de omissão. FREITAS (2004) explica sobre a evolução das instituições de investimento coletivo no Brasil descrevendo que sua evolução também variou sobre as formas eleitas como adequadas pelo mercado, passando das sociedades por conta de participação, sociedade de investimento coletivo, e o fundo em condomínio<sup>240</sup>. Segundo o autor, o primeiro fundo organizado na forma de condomínio foi o Fundo Crecinco em 1997, e, referindo-se sobre as discussões sobre o mérito da forma escolhida escreve:

“Mas, se o tipo de organização econômica pretendida pelas instituições financeiras que se dispunham a agrupar recursos de terceiros para fins de

---

<sup>238</sup> FREITAS (2004) defende o caráter associativo dos fundos de investimento, e que a menção à sua organização como condomínio deveria ser eliminada da legislação. FREITAS. *op cit*, nota 62, p. 270.

<sup>239</sup> Vide FREITAS. *op cit*, nota 62, p.115 e segs. Ver também FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *A natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas. Quórum qualificado par destituição de administrador de fundo.* in *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo, Malheiros, 2009. pp. 185 e segs; GERMANOS, Roberto Pitaguari, *Hedge Funds: Análise Jurídica no Direito Brasileiro e Comparado*, USP, SãoPaulo; e EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais: regime jurídico*, Rio de Janeiro: Renovar, 2008, pp 79 - 80. Segundo FRANÇA (2009), o fundo de investimento possui a natureza jurídica de sociedade. O autor argumenta conforme segue: “Os bens são colocados na sociedade, portanto, como um mero instrumento *para o exercício da atividade econômica*. É exatamente isto que distingue a sociedade da comunhão, como lembra, ainda Comparato (...). Como se vê, não há um bem específico sobre o qual se exerça um domínio comum, mas uma ‘contínua modificação da consistência patrimonial (...), em contraposição à normal estabilidade dos bens que estão em comunhão’ – para usar das palavras de Ferri. O Fundo ‘X’, com efeito, tem até um comitê de investimento, com metade dos membros indicados pelos próprios quotistas, que determina as diretrizes de *investimento e desinvestimento* (art. 14, §2º, D). A atividade – de aplicação e desaplicação do capital financeiro vertido pelos participantes em valores mobiliários, para posterior distribuição dos resultados entre eles – é, pois, no caso, o *pruus*, em função da qual os bens constituem mero instrumento. (...) Argumenta-se que a lei não desconhece a existência de regimes especiais de condomínio, como o de prédios por planos horizontais, por exemplo. Mas a configuração do Fundo ‘X’, pelas características apontadas, é a de uma autêntica sociedade entre os seus participantes”. (FRANÇA, Erasmo Valladão, *op. cit.* nota 239, pp. 191 – 192). Posição diversa é encontrada em EIZIRIK, Nelson et al (2008), conforme seguinte excerto: “Assim os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, constituindo uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, como títulos da dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes no mercado. Os fundos de investimento, ao contrário do que ocorre com as companhias de investimento, apresentam uma feição contratual e não societária, uma vez que não há entre os investidores relação interpessoal associativa – a *affectio*. Ao contrário, a relação dos investidores entre si é irrelevante para a constituição e funcionamento de um fundo, uma vez que, ao aderirem ao fundo, estes vinculam-se ao administrador, que lhes presta serviços de administração e de gestão de seus recursos”. (EIZIRIK, Nelson et al. *op. cit.* nota 239, p.79).

<sup>240</sup> FREITAS, Ricardo de Santos, *op citi* nota 62, pp. 53 - 62.

investimento não se adequava por completo ao instituto jurídico do condomínio, é certo também que encontrava obstáculos em estruturar-se na forma de uma sociedade, pois a obrigatoriedade do capital fixo desta e a duplicidade de tributação que resultava eram inconvenientes muito fortes.”<sup>241</sup>

Basicamente, os sujeitos definidos pela legislação como partes em uma relação no âmbito de um fundo de investimento são: 1) o administrador; 2) os quotistas; 3) custodiante; e 4) distribuidor. As definições de cada sujeito em um fundo de investimento podem ser resumidas conforme abaixo:

- 1) Administrador: Conforme aponta FREITAS (2004), o administrador é o sujeito central em qualquer espécie de fundo de investimento. Trata-se de uma figura obrigatória, e titular de direitos de representação e administração dos ativos formadores do fundo<sup>242</sup>. O Administrador deve ser pessoa, podendo na FMIEE ser pessoa física<sup>243</sup>, autorizada pela CVM para exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários. No FIP é permitido que o administrador contrate terceiro para gerir a carteira do fundo, desde que este também seja habilitado pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira (ICVM 391, art.9º, §2º)<sup>244</sup>.
- 2) Quotista: é o titular da quota, ou seja, da fração ideal do patrimônio líquido do fundo de investimento. Segundo definição de FREITAS (2004),

“... as quotas do fundo de investimento são títulos representativos da significação econômica de fração ideal do patrimônio comum. Isso porque, o quotista não tem efetivo direito a uma parte ideal de cada bem que compõe o patrimônio do fundo, mas tão só de quantidade de moeda

---

<sup>241</sup> Idem, p. 60.

<sup>242</sup> Idem, p.65.

<sup>243</sup> A permissão para o administrador ser pessoa física ou a permissão exclusivamente para pessoa jurídica, varia em conformidade com as espécies de fundo de investimento. Por exemplo, no FIP apenas são permitidas pessoas jurídicas como administradoras, vide art. 9º da ICVM 391.

<sup>244</sup> Ressalvamos que a legislação sobre o funcionamento e organização dos fundos de investimento varia conforme as várias espécies de fundos, sejam suas regras emitidas pela CVM ou pelo Banco Central. Entretanto, considerando a maior relevância do FIP e da FMIEE para os fins deste trabalho, serviremos em prevalência das legislações que disciplinam estes fundos para embasar as descrições e definições deste subcapítulo.

corrente nacional equivalente àquela parte ideal.”<sup>245</sup>

- 3) Custodiante: nos termos do art. 14, IX, da ICVM 391, o administrador de um FIP deve “manter custodiados em banco comercial, banco múltiplo com carteira de investimento, banco de investimento, bolsa de valores ou entidade de custódia autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, os títulos e valores mobiliários integrantes do Fundo”. Na ICVM 209, que trata dos FMIEE, a mesma disposição encontra-se prevista no art. 11,
- 4) Distribuidor: em um FIP suas funções são descritas no art. 9º, §4º, da ICVM 391, consistindo em pessoa a ser contratada pelo administrador do fundo, “legalmente habilitada para execução dos serviços de distribuição de cotas e de tesouraria, tais como: I - abertura e movimentação de contas bancárias, em nome do fundo; II - recebimento de recursos quando da emissão ou integralização de cotas, e pagamento quando de amortização ou do resgate, pelo fundo, de cotas ou quando da liquidação do fundo; III - recebimento de dividendos e quaisquer outros rendimentos; e IV - liquidação financeira de todas as operações do fundo.” No FMIEE, disposição equivalente encontra-se prevista no art. 6º, §2º, inc. I a IV, da ICVM 209/94.

Nos fundos de investimento CVM, os *venture capitalists* assumem a posição de gestores (e, em alguns casos, também administradores), enquanto os investidores figuram como quotistas do fundo.

Os FMIEEs, criados em 1994, possuem regramento específico para empresas emergentes, introduzindo restrições a sua utilização. Conforme o art. 1º da ICVM 209/94, trata-se de um condomínio fechado destinado à aplicação de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes. As empresas de seu portfólio devem possuir no máximo R\$150 milhões de faturamento líquido anual, apurado no balanço anterior ao primeiro investimento do fundo na respectiva empresa, nem devem ser integrantes de grupo econômicos com patrimônio líquido consolidado superior a R\$ 300 milhões. O seu prazo máximo de duração é de 10 anos, podendo se prorrogar por deliberação da assembleia

---

<sup>245</sup> FREITAS, Ricardo de Santos, *op citi* nota 62, p.70.



geral dos quotistas<sup>246</sup>, mediante aprovação da maioria das quotas emitidas<sup>247</sup>. A integralização de suas quotas deve ocorrer em até 180 dias da data da deliberação de sua emissão (em caso de colocação privada).

Entretanto, o mercado de *private equity* e *venture capital* recepcionou com reservas o FMIEE tendo em vista, principalmente, suas limitações acerca dos ativos pelos quais poderiam ser compostas as carteiras de investimento<sup>248</sup>, não deslanchando como o principal veículo de investimento, continuando o mercado a ser dominado largamente pelas *limited partnerships*.

Em 2003, a CVM publicou ICVM 391, criando os FIPs. Atendendo aos clamores dos atores do mercado, os FIPs foram estruturados de forma a permitir o investimento em uma maior gama de ativos, e, além disso, o novo fundo trouxe regramentos específicos de investimentos em *private equity* e *venture capital*, como a previsão da participação de representantes do fundo nos conselhos de administração das empresas investidas, e a sua participação no bloco de controle destas, seja mediante a detenção de ações que integrem o bloco de controle, pela celebração de acordo de acionistas, ou por celebração de ajuste diverso ou adoção de procedimento que assegure sua influência na empresa investida<sup>249</sup>.

Do ponto de vista do ajuste e alinhamento de interesses entre investidores e *venture capitalists*, a maior flexibilidade contratual dos fundos de investimento CVM, leva-nos a entender que tais veículos sejam mais aptos a recepcionarem mecanismos já consagrados para fins de redução de custos de agência entre os agentes, e, por outro lado, não impedem a liberdade e discricionariedade pelos *venture capitalists* na condução das atividades do fundo, características típicas da modalidade de investimento em *venture capital*.

Em um fundo de investimento, a administração da carteira é inteiramente

---

<sup>246</sup> Art. 12, VIII, da ICVM 209/94.

<sup>247</sup> Art. 14, parágrafo único, da ICVM 209/94.

<sup>248</sup> Evidência disso, é o reduzido número de FMIEEs existentes em comparação com outros veículos de investimento, incluindo o FIP, criado quase 10 anos mais tarde.

<sup>249</sup> Ver ICVM nº 391/03, art. 2º, *caputa* e §2º. Segundo RIBEIRO et al: “Em relação aos FMIEE, os FIP: 1) removem a limitação de tamanho das companhias investidas (existente nos FMIEE), que podem também ser abertas ou fechadas; 2) regulamentam a participação dos gestores/administradores no processo decisório das companhias investidas; 3) adotam um modelo de governança do fundo composto de comitês de investimento e técnico e conselhos consultivos; 4) regulamentam processos decisórios de investimento e desinvestimento; 5) obrigam à transparência de informação para os cotistas e 6) requerem que as regras contábeis de avaliação de investimentos e cotas sejam estabelecidas no regulamento do fundo. A liberdade contratual entre as partes (gestores/administradores e cotistas) e o registro automático dos FIP na CVM conferem inegável flexibilidade ao instrumento para investimentos em PE/VC no Brasil.” in Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, *op. cit.* nota 7, p. 106.

conduzida pelo gestor, ou seja, o *venture capitalist*, que deve ser pessoa, física ou jurídica, habilitada perante a CVM para o exercício profissional de administração de carteira de valores mobiliários<sup>250</sup>. A instrução sobre os FIPs deixa livre para o regulamento do fundo dispor sobre diversos assuntos conforme disposto ao longo de seu texto, e, principalmente no seu art. 6º, dentre os quais: regras e prazo limite para chamadas de capital (inc. IV), taxa de ingresso e saída a ser paga pelo cotista (inc. VII), remuneração do administrador ou critério para sua fixação, podendo incluir taxa de administração e de performance (inc. IX), informações a serem disponibilizadas aos cotistas, sua periodicidade e forma de divulgação (inc. X), prazo de duração do fundo e condições para eventuais prorrogações (inc. XIV), indicação de possíveis conflitos de interesses (inc. XV), processo decisório para a realização, pelo fundo, de investimento e desinvestimento (inc. XVI), existência, composição e funcionamento de conselho consultivo, comitê de investimentos, comitê técnico ou de outro comitê, se houver, (XVII), regras para a substituição do administrador (inc. XVIII), tratamento a ser dado aos direitos oriundos dos ativos da carteira do fundo, incluídos mas não limitados aos rendimentos, dividendos e juros sobre capital próprio e forma de distribuição ou reinvestimento destes direitos (inc. XIX), hipóteses de liquidação do fundo (inc. XX), e possibilidade de utilização de bens e direitos, inclusive valores mobiliários, na amortização de cotas, bem como na liquidação do fundo, com o estabelecimento de critérios detalhados e específicos para a adoção desses procedimentos (inc. XXI).

Neste sentido, investidores e *venture capitalists* podem regular a forma como será conduzida a maior parte das importantes atividades e decisões sobre os negócios do fundo, podendo estabelecer regras mais restritas ou mais discricionárias para a atividade dos *venture capitalists*, conforme as condições em que o fundo é formado, e a qualidade reputacional e nível de conhecimento das partes envolvidas. A expressa previsão na própria instrução normativa da CVM sobre os assuntos relevantes da administração do fundo que devam ser disciplinados por seu regulamento, por um lado, garante a liberdade contratual para que as partes regem as matérias ali especificadas, e, por outro, elimina eventuais dúvidas acerca da possibilidade do regulamento do fundo criar determinadas regras visando à limitação, controle ou monitoramento das atividades dos *venture capitalists*.

---

<sup>250</sup> ICVM nº 391/03, art. 9º, *caput* e §2º.

Além disso, tais fundos estão isentos de pagamento de imposto de renda sobre ganho de capital nas liquidações de seus investimentos nas empresas investidas, gerando um efeito similar ao “*flow-through taxation*”, bem como possuem isenção de imposto de renda sobre ganho de capital realizados por quotistas domiciliados no exterior<sup>251</sup>

### **III.2. A Disciplina da Relação entre *Venture Capitalist* e Empreendedores**

Nos subitens abaixo, analisaremos os institutos jurídicos brasileiros, sob a perspectiva dos investimentos dos fundos de *venture capital* e os mecanismos tipicamente utilizados para que problemas de agência sejam mitigados.

Considerando que as operações ocorrem quase que na totalidade em empresas investidas organizadas sob a forma da sociedade anônima, inclusive levando em conta as regulações dos FIPs e FMIEEs, que permitem apenas o investimento em empresas que assumam a forma de sociedade anônima<sup>252</sup>, nossa análise a seguir concentrar-se-á tendo como base referido tipo societário.

Não obstante, também reconhecendo a grande utilização da sociedade limitada pelos empreendedores brasileiro, no último subitem abaixo, faremos alguns apontamentos sobre a adequação da atual regulação sobre esse tipo societário para acomodação de interesses de *venture capitalists* e empreendedores.

#### **III.2.1. Replicação de mecanismos de controle e alinhamento de interesses**

Diferentemente da posição passiva que assumem os investidores perante a administração dos fundos de *venture capital*, os *venture capitalists*, representando o fundo como acionista, desempenham papel ativo nas empresas investidas, monitorando as atividades dos empreendedores e da empresa no geral, e, ainda, contribuindo com o sucesso do empreendimento mediante a sua expertise em governança, acesso a outros financiadores e recrutamento de executivos. Entretanto, trata-se o *venture capitalist* de um acionista com papeis e interesses diferentes daqueles usualmente presentes em acionistas

---

<sup>251</sup> Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, op. cit nota 51, p. 76. Vide art. 741 do Decreto no. 3.000, de 26 de março de 1999.

<sup>252</sup> Vide expressões “companhia” no Art. 1º, §1º, da ICVM 209/94 (FMIEE); e Art. 2º, *caput*, da ICVM 391/03 (FIP).

controladores ou minoritários, principalmente pelo fato dos *venture capitalists* exigirem vantagens políticas e econômicas desproporcionais à sua participação acionária, geralmente detendo o controle (ainda que possuindo posições minoritárias), e o caráter deliberadamente temporário de sua permanência no quadro acionário da empresa.

Não obstante as particularidades que envolvem as operações de *venture capital*, a regulação da lei societária das sociedades anônimas concede aos agentes envolvidos nesta espécie de operações, ferramentais para que a grande parte dos mecanismos utilizados com finalidade de mitigação de riscos de agência no maduro mercado de *venture capital* dos EUA, sejam replicados, o que denota grande mérito para a legislação das sociedades anônimas, que, mesmo após décadas de sua promulgação, continua oferecendo soluções para situações que, à época de sua criação, ainda não eram realidade no Brasil<sup>253 254</sup>.

Em primeiro lugar, a estrutura de administração<sup>255</sup> da sociedade anônima garante que o devido monitoramento sobre a administração seja realizado pelo *venture capitalist*, conforme prática usual no mercado dos EUA, enquanto representante do fundo acionista da companhia, ainda que minoritário. Tal acompanhamento geralmente ocorre por meio de assentos em conselho de administração das empresas investidas, órgão cuja previsão legal foi inaugurada no Brasil pelos artigos 140 a 142 da Lei 6.404/76, possuindo prática

---

<sup>253</sup> A Lei 6.404/76 é muito elogiada pela doutrina. Por exemplo, vide GUERREIRO (2010): “Reconhecidamente, a Lei de Sociedades Anônimas de 1976 veio a se tornar um dos melhores textos legais de nossa história, seja pela riqueza de soluções oferecidas, seja pela funcionalidade exemplar de seus instrumentos e mecanismos. (...) Mas, é bom lembrar, a Lei de Sociedades Anônimas, inclusive pela sua idade, está longe de poder ser considerada uma lei da conjuntura, capaz de sofrer os influxos constantes da modernidade variável, que alegadamente exigiriam mudanças de intensa periodicidade. Ao contrário, a lei continua em vigor, estruturalmente a mesma, há mais de três décadas. E à margem dos Códigos. Nem mesmo a internacionalização da economia veio a trazer problemas insuperáveis à disciplina das sociedades anônimas, tal como basicamente estabelecida pela Lei de 1976.” GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Sociedade Anônima: dos Sistemas e Modelos ao Pragmatismo*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & AZEVEDO, Luis André N. de Moura (coord.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Quartier Latin do Brasil, São Paulo, 2010, p. 23.

<sup>254</sup> Não será objeto do presente estudo uma análise aprofundada de cada instituto apresentado no presente item, de modo a exaustivamente expor seus conceitos e pontos objeto de divergência. Os apontamentos aqui presentes possuem a finalidade e a limitação de analisar e expor a utilidade de tais institutos para as operações de *venture capital*.

<sup>255</sup> A estrutura de administração que tratamos neste item refere-se aos órgãos incumbidos da gestão direta das atividades sociais, ou seja, o “sentido restrito” mencionado por FILHO (2011): “De modo amplo, integram-se na estrutura administrativa da companhia, preordenada à satisfação dos fins sociais, os órgãos cuja existência é prevista na lei (assembléia geral, conselho de administração, diretoria e conselho fiscal) ou no estatuto conselho técnico consultivo). Em sentido restrito, abrange a administração da companhia apenas os órgãos diretamente incumbidos de gerir os bens e interesses sociais, nos limites dos preceitos legais e estatutários, ou seja, o conselho de administração e a diretoria.” (FILHO, Oscar Barreto. *Estrutura administrativa das Sociedades Anônimas*, in WALD, Arnoldo (org.), *Direito empresarial: sociedades anônimas*, v. 3, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 443).

consolidada no país nos dias atuais<sup>256</sup>.

Conforme anota TOLEDO (1993), anteriormente à Lei 6.404/76 o problema da supervisão dos diretores era matéria da ordem dos estatutos das companhias, porém, a falta de previsão legal limitava o âmbito de atuação de um órgão supervisor, uma vez que prevalecia o entendimento de que este órgão não poderia derrogar as atribuições legais da diretoria<sup>257</sup>. De forma a atender à necessidade da existência de um órgão que exercesse um controle efetivo sobre os diretores, basicamente inspirando-se nos modelos previstos nos Direitos francês e alemão, o legislador previu a administração exercida através de dois órgãos administrativos, sendo um, o conselho de administração, de competência deliberativa, e outro, a diretoria, de competência executiva<sup>258</sup>.

---

<sup>256</sup> Como evidência, todas as companhias abertas são obrigadas a possuírem o conselho de administração (art. 138, § 2º).

<sup>257</sup> Assim escreve o autor: “A disciplina societária anterior adotava a estrutura tradicional, concentrando-se as funções administrativas num único órgão, a diretoria. Apesar disso, era frequente a criação de conselhos, nas maiores empresas, o que demonstrava a insuficiência do regime legal. Tais conselhos eram, no entanto, precipuamente consultivos, mesmo porque as atribuições e poderes da diretoria não poderiam ser transferidos para outros órgãos, instituídos pela vontade dos interessados e formalizados por via estatutária, ou mesmo criados por lei. As instituições financeiras, por exemplo, poderiam ter conselho administrativo, segundo previa o art. 44, inciso I, da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964. A Lei, entretanto, não regulava esse órgão, e, como foi visto, suas atribuições não poderiam invadir a reserva legal da diretoria. A pouco e pouco, no entanto, a ideia da implantação de um conselho supervisor das atividades de gestão ia penetrando na mentalidade jurídica brasileira” (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O conselho de administração na sociedade anônima brasileira: propostas para sua melhor utilização*, (Tese Doutorado) Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1993. p.30).

<sup>258</sup> TEIXEIRA & GUERREIRO (1979) escrevem sobre este assunto: “Do ponto de vista estrutural, a administração da S.A. foi objeto de nova disciplina, cuja característica mais importante consiste no reconhecimento de duas ordens de funções: funções deliberativas e funções executivas. As primeiras, atribuídas aos titulares do capital, têm por finalidades essenciais a fixação das normas gerais que devem reger a empresa e a fiscalização do cumprimento dessas normas. Já as segundas em regra entregues a profissionais da administração, traduzem a gestão das operações normais e dos negócios da sociedade. (...) Essa bipartição de funções levou o direito comparado a estabelecer dualidade de órgãos administrativos, que a lei veio a agasalhar, em seu art. 138. A inspiração desse modelo deriva basicamente das legislações alemã e francesa, que consagram a estrutura dual da administração. Segundo informa Alfredo Lamy Filho, o modelo alemão, seguido de perto (embora sob forma facultativa) pela lei francesa, difere do modelo americano, do *board* de um só colegiado, integrado por diretores com funções administrativas uns, e outros não, por diretores com funções administrativas uns, e outros não, e poderes para escolher e destituir os *officers* – geralmente o Presidente, o Vice-presidente, o Tesoureiro e o Secretário”. (TEIXEIRA, Egberto Lacerda & GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, v. 1, São Paulo: Livraria e Editora Jurídica J. Bushatsky, 1979, p. 437). Sobre as distinções de funções entre conselho de administração e diretoria, TOLEDO (1993) escreve: “O Brasil, assim, passou a integrar o quadro dos países que proporcionam às companhias, em matéria de estrutura administrativa, uma disciplina jurídica adequada às necessidades empresariais. Ou seja: estabelece uma distinção nítida entre os órgãos encarregados das atividades deliberativas e executivas. Cumpre salientar que se empregou, propositalmente, o termo atividades, ou invés de funções. E isto porque os diretores podem, reunidos colegialmente, tomar deliberações a respeito de certos temas (art. 143, §2º), assim como, individualmente, ao dirigirem a sociedade, assumir decisões concernentes às atribuições a seu cargo. Sua atividade é, no entanto, eminentemente executiva, ao passo que a exercida pelo conselho de administração é apenas deliberativa, estando-lhe vedada a execução de suas próprias deliberações.” (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *op cit.* nota 255, pp. 31 e 32). Ainda sobre as funções do Conselho de Administração, SACRAMONE

A necessidade de existência de um órgão deliberativo na administração tem sua principal justificativa no argumento sobre a dificuldade de supervisão direta dos diretores pela assembleia geral dos acionistas<sup>259</sup>. Pode-se conceber, no entanto, que no caso da sociedade anônima de capital fechado com número reduzido de acionistas, que é o caso das empresas investidas por fundos de *venture capital*, a supervisão possa ser exercida diretamente pelos acionistas ou seus representantes, numa estrutura de administração composta somente pela diretoria. A fim de evitar que em tais sociedades o conselho de administração tivesse existência com funções meramente homologatórias, seja em relação às decisões da assembleia geral ou da diretoria, a legislação prevê que nas companhias fechadas, desde que não sociedades de economia mista ou capital autorizado, o referido órgão é facultativo<sup>260</sup>. Fica ao critério, portanto, das partes (*venture capitalists* e empreendedores) a opção pela organização ou não de um conselho de administração. Tendo em vista a prática usual no mercado de *venture capital*, a supervisão e

---

(2009) anota: “A Lei 6.404, ao instituir o Conselho, acaba por restringir a competência prevista no antigo Decreto-lei 2.627/40 para assembleia e para a diretoria, em consonância com a criação de um mecanismo de controle para repartição de poderes. Ao Conselho cabe, como antigas funções reservadas à assembleia, a fiscalização da legitimidade dos atos dos diretores, a eleição de membros da diretoria, a escolha dos auditores independentes e a autorização para que a diretoria pratique determinados negócios jurídicos. Da mesma forma que, dentre as funções antigamente previstas para a diretoria, compete pela Lei ao Conselho de Administração a função de orientar os negócios sociais e convocar a assembleia geral” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Exercício do poder de administração na sociedade anônima*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo 2009, pp. 53)

<sup>259</sup> Sobre a dificuldade de supervisão dos diretores pela assembleia geral, SACRAMONE (2009) escreve: “O Conselho Administrativo é criado pela companhia exatamente para adimplir essa função administrativa de deliberação e de supervisão sobre os negócios sociais, a qual seria desempenhada de maneira insatisfatória e com grande dificuldade prática pelas Assembleias Gerais, como demonstram as críticas ao modelo tradicional de administração”. (*op. cit.* nota 258, pp. 51 e 52)

<sup>260</sup> Conforme SACRAMONE (2009): “A Lei 6.404/76, visando regular a forma societária a ser utilizada pela grande empresa nacional, prevê a existência de dois órgãos administrativos distintos: o Conselho de Administração e a Diretoria. Essa estrutura administrativa, entretanto, não é necessariamente compulsória a todas as sociedades anônimas. Tendo em vista que a previsão do Conselho de Administração fixa ‘um aparato complexo e dispendioso para o funcionamento da sociedade anônima’, sua adoção é obrigatória somente à sociedade anônima aberta, à sociedade anônima de capital autorizado e à sociedade de economia mista, cujos interesses sociais demandariam particular proteção pelo ordenamento jurídico” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *op. cit.* nota 258, pp. 51 e 52.). TOLEDO, fazendo uma análise do Direito dos EUA sobre o *board of directors* e a sua desnecessidade para certas sociedades, afirma: “E, finalmente, para encerrar o tópico, parece útil lembrar recente fenômeno jurídico, que talvez sirva para melhor definir o papel do conselho. Até 1991, doze estados americanos haviam editado leis trazendo disposições especiais sobre pequenas companhias fechadas (*close – ou closely held – corporations*), com até 50 acionistas. Entre os dispositivos introduzidos pela nova legislação encontra-se a previsão de se excluir o *board of directors*, ante a justificativa da desnecessidade deste em determinadas hipóteses. O caso extremo é o da *corporation* constituída por alguns poucos sócios: a existência do *Board of Directors* chega a ser logicamente impensável, representando apenas um pesado tributo ao formalismo e ao temor das transformações. Apesar disso, notam-se, em sentido contrário, dois fatores relevantes: a) o Estado da Flórida, em 1975, revogou sua lei especial em matéria de *close corporation*; b) a aplicação dessas novas disposições não vem sendo feita de maneira extensiva, como seria de se supor. Qual seria a razão desse acendrado apego ao *board of directors*, mesmo em se considerando a inviável falta de sintonia entre sua configuração jurídica e utilização concreta?” (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de, *op. cit.* nota 257, pp. 24 e 25).

monitoramento dos diretores são realizados por um conselho de administração, não obstante o número reduzido de acionistas. É através deste órgão, também, que os *venture capitalists* exercem o controle da sociedade investida, assumindo a maioria dos assentos dos conselheiros. Além disso, não é raro que as empresas investidas possuam capital autorizado, o que leva necessariamente à existência do conselho de administração.

Entretanto, a estrutura dual da sociedade anônima, por si só, não garantiria a supervisão necessária nas operações de *venture capital*, apesar da possibilidade legal dos acionistas elegerem de forma proporcional os membros do conselho de administração pelo mecanismo do voto múltiplo<sup>261</sup>, considerando que, conforme dito acima, normalmente os *venture capitalists* desejam controlar o conselho ainda que sejam minoritários em assembleia geral de acionistas. Aqui entra a relevância do acordo de acionistas, previsto pelo art. 118, da Lei 6.404/76<sup>262</sup>. Referido dispositivo legal abre a possibilidade para que os ajustes contratuais típicos existentes entre *venture capitalists* e empreendedores, sejam ali disciplinados.

A disciplina do acordo de acionistas é tratada por diversos autores, e algumas matérias a ele relacionadas não são pacíficas, incluindo sua natureza jurídica. Conforme anota CARVALHOSA (2011), entendimentos sobre a natureza do acordo de acionistas variam na doutrina, sendo possível encontrar os que defendem que se trata de uma sociedade, contrato plurilateral, ato coletivo e complexo, natureza *sui generis*, contrato parassocial, e que sua natureza varia conforme os interesses dos acionistas que sejam por ele disciplinados<sup>263</sup>. Com relação ao seu conceito, BARBI FILHO define-o como “um contrato entre acionistas de uma mesma companhia, distinto de seus atos constitutivos, e

---

<sup>261</sup> Conforme FILHO (2011): “A representação proporcional das minorias no Conselho de Administração é assegurada através do processo de *voto uninominal* ou múltiplo. O art. 141 faculta aos acionistas que representem, no mínimo, um décimo do capital votante, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num ou alguns candidatos de sua escolha”. (FILHO, Oscar Barreto. *op. cit.* nota 255, p.450)

<sup>262</sup> Sobre os acordos de acionistas, ver BARBI FILHO, Celso. *Acordo de Acionistas*, Del Rey, Belo Horizonte, 1993; SALOMÃO FILHO, *O Novo Direito Societário*, 4ª ed., São Paulo, 2011, pp 126 – 140; CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas*. 4ª ed, São Paulo: Saraiva, 1984. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários a Lei de Sociedades Anônimas*, vol 2., pp. 516 – 576; LOBO, Carlos Augusto da Silveira, *Acordo de Acionistas*, in FILHO, Alfredo Lamy & PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *Direito das Companhias*, vol 1, 1ª ed, Forense, Rio de Janeiro, 2009, pp. 441 – 499. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Op. cit.* nota 216, pp. 300 – 333. BARRETO, Celso Albuquerque. *Acordo de Acionistas*, Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1982.

<sup>263</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*, São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 75 e 76.

que tem como objeto o exercício dos direitos decorrentes da titularidade das ações”<sup>264</sup>.

O acordo de acionistas nas sociedades anônimas fechadas, que são a forma típica de organização das empresas do portfólio dos fundos de *venture capital*, segundo CARVALHOSA (1984), possuem maior liberdade de estipulação do que nas companhias abertas, embora não possam alterar a rígida estrutura legalmente imposta a elas<sup>265</sup>. Nesse aspecto, segundo o referido autor, reside uma importante diferença entre este instituto no Direito Brasileiro e a jurisprudência norte-americana, uma vez que esta permite ampla liberdade contratual para acordos de acionistas celebrados no âmbito de uma sociedade anônima fechada, inclusive dispendo de maneira diversa questões disciplinadas em lei<sup>266</sup>. Não obstante, o autor (2011) afirma que os acordos de acionistas possuem função importante nas sociedades anônimas fechadas, uma vez que através deles os acionistas podem assegurar maior proteção e tutela de seus interesses, em relação às disposições legais, que são muitas vezes consideradas como insuficientes<sup>267</sup>. É neste intento que o fundo de *venture capital* e os empreendedores, acionistas da empresa investida, podem utilizar esses acordos para ajustarem as necessárias disposições e melhor acomodarem seus interesses.

Com relação ao objeto do acordo de acionistas, entendemos que pode conter ampla gama de assuntos disciplinados<sup>268</sup>. Além do exercício do direito de voto e controle<sup>269</sup>,

---

<sup>264</sup> BARBI FILHO, Celso. *op. cit.* nota 262, p. 42. Para BARRETO (1982), “o acordo de acionistas no direito brasileiro configura um contrato, subordinado aos preceitos da lei das sociedades anônimas e subsidiariamente aos princípios gerais da legislação civil. Contrato nominado ou típico, a partir da entrada em vigor da Lei n.º 6.404, de 1976, apresenta o caráter de contrato plurilateral interno, quando mais de dois acionistas sejam sujeitos de direitos e obrigações em decorrência do pacto.” (BARRETO, Celso Albuquerque. *op. cit.* nota 262, p. 39). Para CARVALHOSA (1984), “Trata-se o acordo de acionistas de um contrato submetido às normas comuns de validade de todo negócio jurídico privado, concluído ente acionistas de uma mesma companhia, tendo por objeto a regulação do exercício dos direitos referentes a suas ações, tanto no que se refere ao voto como à negociabilidade das mesmas” (CARVALHOSA, Modesto. *op. cit.* nota 262, p. 9). Para MARTINS (2010), “Ocorre acordo de acionistas quando, extraestatutariamente, dois ou mais acionistas convencionam adotar, dentro de uma orientação comum, certas normas para o exercício de direitos que possuem em relação à sociedade. (MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas : artigo por artigo / atualizador Roberto Papini ; colaborador David Gonçalves de Andrade Silva -- Rio de Janeiro : Forense, 2010)*

<sup>265</sup> CARVALHOSA, Modesto. *op. cit.* nota 262, p. 215.

<sup>266</sup> Assim escreve o autor: “Esse fenômeno tem sido acentuado pela jurisprudência norte-americana, cuja tendência é a de permitir, em companhias fechadas, a não-aplicação rigorosa das normas legais, referentes à organização societária, quando regulada diversamente a matéria em acordo de acionistas”. CARVALHOSA, Modesto. *op. cit.* nota 262, p. 207.

<sup>267</sup> CARVALHOSA, Modesto. *op. cit.* nota 262, p. 326.

<sup>268</sup> Sobre a amplitude do objeto dos acordos de acionistas, COMPARATO (2011), em parecer datado de 1979, afirma: “Entre nós, a Lei 6.404/76, dissipando antigas e infundadas dúvidas, legitimou expressamente os acordos de acionistas como pactos parassociais, assinando-lhes dois objetos: a regulação do exercício do voto e a compra e venda de ações. Daí não se deve inferir, porém, que se tenha, doravante, por proibida a



podem estabelecer regras sobre a circulação das ações emitidas pela companhia<sup>270</sup>. São passíveis de serem previstos nos acordos de acionistas, ajustes típicos que listamos no Capítulo II acima, tais como a possibilidade de eleição e destituição de administradores pelos *venture capitalists*, o direito de decidirem sobre o registro na CVM e em bolsa de valores ou mercado de balcão, para abertura de capital, direitos de veto em questões relevantes para a companhia, direito de preferência e de primeira oferta na aquisição das ações, *tag along*, opções de compra e venda de ações, e o valor diferenciado para venda das ações de forma a garantir preferência do recebimento do capital investido mais retorno mínimo em eventos de venda. No que tange às disposições acerca das matérias expressamente mencionadas no artigo 118, da Lei 6.404/76, quais seja a compra e venda de ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle, além de vincular as partes ao acordo, vinculam também a sociedade, que deverá observar tais disposições caso o acordo esteja arquivado em sua sede<sup>271</sup>.

---

celebração de acordos acionários com outros objetos” (COMPARATO, Fábio Konder. *Acordo de Acionistas e Interpretação do Art. 118 da Lei das S/A*, in WALD, Arnaldo (org.), *Direito empresarial: sociedades anônimas*, v. 3, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 683). Ainda, VERÇOSA (2008) escreve: “o objeto do acordo é variado. A relação presente no art. 118 da LSA diz respeito tão-somente àqueles nos quais o legislador admite uma tutela especial, consistente na execução específica e na proteção dada ao seu exercício nas assembleias-gerais ou nas reuniões do conselho de administração.” VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *op. cit.* nota 219, p. 316. De outro lado, com uma interpretação mais restritiva, LOBO (2009) defende que “o objeto [do acordo de acionistas], que não poderá ser diverso dos citados no artigo 118 da LSA.” (LOBO, Carlos Augusto da Silveira, *op. cit.* nota 262, p. 441).

<sup>269</sup> Sobre acordos versando sobre direito de voto dos acionistas e o poder de controle, CARVALHOSA (2008) escreve: “O acordo de acionistas que têm por objeto o exercício do voto – acordos de comando e de defesa – e o exercício do poder de controle têm amplo alcance e natureza específica. Não se confundem, portanto, quanto a este último ponto com os acordos de bloqueio, ainda que possam ambas convenções estar integradas numa única avença. Versando sobre a eleição de administradores e fiscais, ou ainda sobre deliberações específicas de participação na administração ou de caráter institucional, como, v.g., modificações formais e estruturais ou de capital da companhia ou ainda de política empresarial ou de distribuição de dividendos, os acordos de voto e de controle revestem a natureza de *contratos parassociais*, na medida em que os seus efeitos se operam no seio da própria companhia. E, por assim ocorrer, o pacto de voto e de controle é um contrato acessório daquele da companhia, através do qual as partes – todos os acionistas – regulam sua vontade, tendo em vista harmonizar diretamente os seus interesses societários e, mediata e superiormente, implementar o próprio interesses social (§2º).” CARVALHOSA, *op. cit.* nota 262, pp. 555 e 556.

<sup>270</sup> Sobre os acordos que limitam a circulação das ações, também chamados de acordo de bloqueios, CARVALHOSA leciona: “Os *acordos de bloqueio*, de natureza bilateral, tem por objeto restringir a transmissibilidade das ações, presentes e futuras, dos acionistas convenientes. O acordo de bloqueio aumenta substancialmente a eficácia do acordo de voto. Isto porque, não podendo os acionistas transmitir livremente suas ações, impede-se o desvirtuamento, ou melhor, o esvaziamento da finalidade de mando (controle) ou de defesa objetivada na convenção de voto constante do mesmo contrato, ou de outro. Não obstante, não é contrato oneroso. Suas cláusulas mais usuais contêm a proibição de transmissão de ações *inter vivos*, durante o prazo de duração do acordo e instituição do direito de preferência recíproca, na aquisição de ações a favor dos contratantes.” CARVALHOSA, *op. cit.* nota 262, p. 562.

<sup>271</sup> Sobre este ponto, CARVALHOSA (2011) escreve: “A lei societária, desse modo, expressa exaustivamente os três tipos de acordo de acionistas suscetíveis de vincular a sociedade, seja como titular de interesses (controle e, eventualmente, bloqueio), seja pessoa cujo âmbito tais acordos são exercidos, mediante

Outros instrumentos de utilização já consolidada em nosso país, também podem ser empregados para criar maior alinhamento de interesses entre *venture capitalists* e empreendedores, bem como controle e segurança para os primeiros. Tais são os contratos de administração com os diretores das companhias, que podem reger as formas de remuneração, inclusive por meio de outorga de opções de compra de ações, conforme expressa permissão pelo art. 168, §3º, da Lei 6.404/76. Outros são os acordos de investimentos que podem disciplinar a divisão dos aportes dos *venture capitalists* em estágios, e o direito de negarem acesso a capital para a empresa mediante certas condições.

Entendemos ser possível até mesmo a previsão de mecanismos similares aos utilizados pelo mercado de *venture capital* dos EUA para o descasamento entre direitos de controle, posição minoritária, fluxos de pagamentos, e o efeito da conversão das ações preferenciais em ordinárias, conforme exposto no item II.3.2.4 do Capítulo II, como uma opção de aquisição do controle para o empreendedor, através da utilização das ações preferenciais, cuja existência é prevista no art. 17, da Lei 6.404/76.

As ações preferenciais podem atribuir vantagens patrimoniais consistentes na prioridade em distribuição de dividendos e no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele, ou na cumulação das referidas vantagens<sup>272</sup>. Além destas, o artigo 17, §2º, da Lei 6.404/76, permite que outras preferências ou vantagens atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, sejam estipuladas, desde que reguladas no estatuto social de forma precisa e minuciosa<sup>273</sup>. Nas companhias abertas as vantagens patrimoniais das ações preferenciais sem voto, ou com voto restrito, devem conceder aos seus titulares, no mínimo, uma das preferências descritas nos incisos I a III do artigo 17, da Lei 6.404/76. Nas companhias fechadas, porém, não existe parâmetro mínimo das vantagens a serem

---

o seu arquivamento. Isso posto, não veda a lei a celebração de acordos atípicos, que incluam outros objetos que não apenas o exercício do controle, o exercício do voto pelos minoritários ou a disponibilidade patrimonial de ações, como referido.” (*op. cit.* nota 263, p. 92).

<sup>272</sup> Segundo PENTEADO (2002), tais vantagens patrimoniais consistem: “(i) dividendo fixo; (ii) dividendo mínimo; (iii) prioridade na distribuição de dividendos; (iv) prioridade no reembolso do capital, com prêmio; (v) acumulação das vantagens anteriores, que permite inúmeras combinações (i+iii; i+iv; ii+iii; ii+iv etc.)”. (PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Ações Preferenciais*, in Lobo, Jorge et all (coord.) *Reforma da Lei das sociedades anônimas : inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*, Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 197.

<sup>273</sup> PENTEADO (2002), escreve sobre tais vantagens ou preferências adicionais, da seguinte forma: “O princípio cardinal sobre as preferências e vantagens atribuídas aos titulares de ações preferenciais está inscrito, fora de lugar, no §2º do art. 17: o estatuto social de qualquer sociedade por ações, aberta ou fechada pode assegurar, como vantagem dos titulares de ações preferenciais sem direito de voto, ou com voto restrito ‘outras preferências ou vantagens’ quaisquer que sejam elas. A única condição é a de que o estatuto as regule ‘com precisão e minúcia’” (PENTEADO, Mauro Rodrigues *op. cit.* nota 272 p. 196).

atribuídas às ações preferenciais, podendo, por exemplo, que a elas sejam concedidas apenas a prioridade no reembolso.

Ainda, o artigo 18 *caput*, da Lei 6.404/76, permite que ações preferenciais atribuam ao seu titular vantagens políticas de eleger, em separado, um ou mais membros do conselho de administração<sup>274</sup>, e seu parágrafo único estabelece que determinadas alterações estatutárias, conforme especificadas no estatuto social, podem ficar subordinadas à aprovação de uma ou mais classes de ações preferenciais reunidos em assembleia especial. Desta forma, os *venture capitalists* podem se utilizar das ações preferenciais para atribuírem à participação acionária do fundo, com prioridades no recebimento de dividendos e do reembolso, e além de, por exemplo, mesmo com a detenção de um reduzido número de ações preferenciais, determinar vantagens políticas que garanta ao fundo a indicação da maioria dos assentos do conselho. Neste ponto, a legislação societária também abre possibilidade para a utilização de ações ordinárias de classe especial, assegurando a essas o direito de eleger em separado membros dos órgãos de administração, nos termos do artigo 16, III, da Lei 6.404/76.

Cumulando a utilização de ações preferenciais com acordos de acionistas, é possível que se estabeleça a conversão das ações preferenciais em ordinárias, em tal

---

<sup>274</sup> PELA (2007) em estudo sobre as *golden shares*, conclui que é possível no Direito brasileiro, no âmbito das sociedades anônimas, a atribuição de vantagens políticas desproporcionais a certas classes de ações ordinárias, ou às ações preferenciais: “Observadas essas duas condições, as *golden shares* podem assumir, no Brasil, a forma de classe de ações, ordinárias ou preferenciais. No primeiro caso, encerram direito de eleger administradores da companhia em separado, por força do artigo 16, III, da Lei nº 6.404/76 e podem atribuir poder de veto, que consiste em efeito indireto da prerrogativa de aprovar a modificação do quadro acionário da companhia, desde atendido o disposto no artigo 36 da mesma lei. No segundo caso, distinguem-se conforme as características da companhia emissora. Caso se trate de companhia privatizada, a ação preferencial de classe especial pode atribuir os direitos que o estatuto especificar, nos termos do artigo 17, §7º da Lei nº 6.404/76, respeitados, obviamente, os preceitos cogentes da lei acionária brasileira. Se, ao invés, tratar-se de companhia não submetida a privatização, a ação preferencial de classe especial pode conferir direito de nomear administradores, em separado, e direito de aprovar de alterações estatutárias que versem sobre as matérias previstas no estatuto, na forma do artigo 18 da lei acionária. Também nas companhias não submetidas a privatização, os mesmos efeitos obtidos com a emissão de classe de ações podem ser alcançados mediante acordo de voto firmado entre o acionista controlador e acionista titular dos poderes especiais, que atribua ao primeiro a obrigação de votar no sentido determinado pelo segundo em certas matérias” (PELA, Juliana Kruguer. *As Golden Shares no direito brasileiro*, Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007). Segundo LEÃES (1998): “Somos da opinião de que, mormente a partir da Lei n. 6.404, o direito de eleger em votação separada um ou mais membros dos órgãos da administração, ou o direito de subordinar as alterações estatutárias à assembleia especial dos titulares de ações preferenciais, são vantagens idôneas *per se* para criar essa categoria diferenciada de ações. Qualquer resistência a essa conclusão não encontra o menor apoio na lei em vigor, constituindo, na verdade, hábito ou preconceito gerado, por anos de convivência com textos anteriores, que só previam, ao menos expressamente, vantagens e direitos de ordem patrimonial como elementos caracterizadores das ações preferenciais” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Ações preferenciais exclusivamente com vantagens políticas*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.36, n.109, 1998, pp. 225 e 226).

proporção que o empreendedor recupere o controle da empresa. Conforme o artigo 19, da Lei 6.404/76, as condições para o resgate ou a amortização, e a conversão das ações de uma classe em outra, devem estar previstas no estatuto social da companhia. Tais condições podem estar atreladas ao alcance de determinadas metas de desempenho, que são possíveis de serem previstas em acordo de acionistas, o que pode servir como incentivo para que o empreendedor crie valor para a empresa, e, conseqüentemente, para os *venture capitalists*.

Por fim, com relação à remuneração dos empreendedores, a Lei 6.404/76 prevê expressamente a possibilidade de programas de concessão de opções de compra de ações para administradores e empregados<sup>275</sup>, em seu art. 168, §3º; que constitui uma das formas de alinhamento de interesses entre fundo de *venture capital* e empreendedores. Segundo CARVALHOSA (2009), “trata-se de um pré-contrato celebrado com a companhia, cuja eficácia tem como pressupostos a previsão estatutária e a existência de plano aprovado pela assembléia geral”<sup>276</sup>. Tais programas de opção de compra de ações são possíveis apenas em sociedades com capital autorizado.

### **III.2.2. Notas sobre o investimento em sociedades limitadas**

---

<sup>275</sup> Do ponto de vista do Direito do Trabalho, no entanto, remanescem questionamentos quanto ao tratamento a ser concedido às opções de compra de ações outorgadas para os empregados. Vide MAROTE, Carla Lobo Olim. *Participação dos empregados no capital da empresa: opção de compra de ações*. Dissertação de Mestrado, USP, São Paulo, 2003: “Enquanto não houver definição jurídica a respeito da natureza das quantias auferidas por meio desses programas de opção de compra de ações, as únicas cautelas que os empregadores devem ter para que elas não sejam reconhecidas como salário, é que haja a participação do empregado com ao menos alguma parte do custeio da compradas ações, como forma de afastar a possibilidade de caracterizar-se o salário-utilidade, assim como assunção pelo empregado dos riscos de eventuais ganhos ou prejuízos inerentes aos contratos mercantis. As empresas não devem garantir expressamente aos empregados a ocorrência de lucros pelo uso deste tipo de política, que não devem ser auferidos com habitualidade. As políticas de alienação de ações devem conter regras claras e devem prever expressamente todas as condições para sua aplicação, bem como deve ocorrer ampla divulgação entre os beneficiários; logo, a aplicação de tais políticas deve obedecer exatamente às formas e aos limites previstos em seus documentos instituidores, sendo conveniente que seja permitido ao empregado dispor das ações que lhe tiverem sido transferidas na ocasião e na forma que melhor lhe convier.” (p. 128). Para ARAGÃO & SOARES (2010), a opção de compra não deve ser caracterizada como de natureza salarial: “Partindo-se, pois, da premissa de que se trata de contrato, cabe destacar a sua natureza mercantil, regida pela LSA. De fato, apesar de derivar de uma relação de trabalho ou, no caso dos administradores estatutários, do mandato exercido em favor da companhia, não se trata de contrato de natureza trabalhista. Os planos de opção de compra de ações não são sequer disciplinados especificamente na legislação trabalhista ou previdenciária brasileira” (ARAGÃO, Paulo Cesar & SOARES, Daniela. *Opções de Compra de Ações: Uma Análise da Evolução do Instituto no Brasil*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & AZEVEDO, Luis André N. de Moura (coord.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Quartier Latin do Brasil, São Paulo, 2010, p. 171.

<sup>276</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários a Lei de Sociedades Anônimas*, vol 3., pp. 515.

A sociedade limitada é disciplinada pelo Código Civil brasileiro (Lei 10.406/02), em seus artigos 1.052 e seguintes, podendo ser regido supletivamente pela Lei 6.404/76 (Lei das S/As) ou pelas regras da sociedade simples, também dispostas no Código Civil (art. 997 e segs). O que deveria ser o tipo societário com grande flexibilidade, para que os ajustes fossem realizados a fim de se adequar à pequena e média empresa, com o advento do Código Civil de 2002, tornou-se demasiadamente complexo e enrijecido. Neste sentido, CUNHA & NASCIMENTO (2010) afirmam:

“A Lei 10.406/2002 (Código Civil ou CC) modificou substancialmente o regime jurídico aplicável às sociedades limitadas, introduzindo um ordenamento complexo, que revogou tacitamente o Decreto 3.708/1919 e promoveu o ‘engessamento’ das regras destinadas às sociedades limitadas, que antes privilegiavam a simplicidade, a flexibilidade e a autonomia provada dos sócios.”<sup>277</sup>

Com relação à sua estrutura de governança, não existe previsão expressa para o funcionamento do conselho de administração, ou órgão equivalente. Existem discussões acerca da possibilidade ou não da instalação de tal órgão, especialmente, para as sociedades limitadas que estabelecem em seus contratos sociais a regência supletiva da Lei 6.404/76<sup>278</sup>. Segundo TOLEDO (2010), a doutrina é tranquila com relação à permissibilidade da existência de conselhos de administração em sociedade limitada<sup>279</sup>.

---

<sup>277</sup> CUNHA, Amir Achcar Bocayuva & NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Apontamentos sobre as deliberações dos sócios nas sociedades limitadas*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & AZEVEDO, Luis André N. de Moura (coord.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Quartier Latin do Brasil, São Paulo, 2010, p. 51.

<sup>278</sup> Segundo VERÇOSA (2006): “No entanto, se for possível entender que existe liberdade de construir o contrato social das sociedades limitadas, ficando impedidos tão-somente os caminhos diretamente contrários à lei, então, se poderá aceitar que tal liberdade inclui a opção pelo conselho de administração. Esta é a opinião do autor, para quem, uma vez adotada pelo contrato social a Lei das Sociedades por Ações como norma supletiva em relação às sociedades limitadas, seria perfeitamente compatível com tal escolha organizar a administração daquelas sociedades segundo o modelo dual de administração – ou seja, diretoria e conselho de administração”. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, *Curso de Direito Comercial*, vol. 2, 1ª ed, Malheiros, São Paulo, 2006, p.439. Ver também TOLEDO, Paulo F. C. Salles de, *As Sociedades Limitadas Podem ter Conselho de Administração?*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & AZEVEDO, Luis André N. de Moura (coord.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Quartier Latin do Brasil, São Paulo, 2010, pp 358 - 374. Para este autor, o conselho de administração na sociedade limitada teria algumas de suas funções naturais extirpadas, tal como a competência para nomear e destituir diretores, entretanto, outras poderiam ser-lhe atribuído, como a orientação geral dos negócios da sociedade (p. 376).

<sup>279</sup> Segundo TOLEDO (2010): “Cabe enfatizar, desde logo, que a doutrina é tranquila quanto à possibilidade de se instituir conselho de administração na sociedade limitada. Assim, por exemplo, para Vera Helena de Mello Franco, as limitadas tanto podem adotar, para sua estrutura administrativa, o modelo unitário como o binário, desde que o contrato admita a Lei das S.A. como fonte supletiva. Sem nenhuma pretensão de apresentar uma enumeração exaustiva, pode-se, mencionar, dentre outros, no mesmo sentido, as posições de Sérgio Campinhom, Modesto Carvalhosa, Fábio Ulhoa Coelho, Marcel Bragança Retto, Egberto Lacerda Teixeira, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, José Virgílio Vita Neto e Arnoldo Wald”. (TOLEDO, Paulo F. C. Salles de, *op. cit.* nota 277, pp. 362 e 363.)

Entretanto, entendemos que a falta de previsão legal e a estrutura estanque das competências das deliberações dos sócios e dos administradores, não geram a necessária segurança a respeito de tal matéria, bem como, se admitida sua existência, remanescem dúvidas quanto ao limite de competência para o órgão em comento.

Além disso, os quoruns de deliberação qualificados fixados na Lei permitem pouca liberdade com relação ao regramento sobre o controle da sociedade<sup>280</sup>. Soma-se a isso, a ainda existente discussão acerca a possibilidade ou não de existência de acordo de quotistas, entre sócios de sociedades limitadas, uma vez que o Código Civil, não expressamente permitiu sua utilização, não obstante a prática empresarial recorrentemente utilizar o acordo de sócios para regular os direitos e obrigações dos sócios em relação à sociedade, bem como a doutrina majoritária entender pela sua permissibilidade<sup>281</sup>.

Por fim, não há previsão legal de quotas preferenciais emitidas por sociedades limitadas, tornando mais dificultosa a criação do efeito de opção de compra de controle, pela utilização de ações preferências, conforme visto no Cap. II, item II.3.2.4 acima. Para VERÇOSA (2006), a existência de quotas preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito é incompatível com sistemática de quóruns qualificados estabelecidos pelo Código Civil. Neste sentido, uma sociedade com 50% do seu capital representado por quotas sem direito a voto, tornaria impossíveis deliberações que exigem, por exemplo, aprovação de três quartos do capital social. Entretanto, o autor defende a possibilidade de existência de

---

<sup>280</sup> Cf. CUNHA & NASCIMENTO (2010): “Anteriormente ao Código Civil o princípio majoritário era consagrado como a *pedra fundamental* na formação da vontade social em sociedades limitadas. As decisões de sócios representando a maioria do capital social constituíam a vontade social, exceto quando os sócios estabelecessem expressamente *quorum* maior para matérias específicas. O princípio majoritário traduzia o poder-dever de a maioria formar a vontade da sociedades limitada, uma vez respeitados os mecanismos para a tomada de tal deliberação. Entretanto, de maneira inovadora e, de certa forma, contraditória, o Código Civil passou a regular as deliberações dos sócios em sociedades limitadas seguindo o modelo organizacional relativo às companhias – com regramentos pormenorizados quanto a convocação, instalação e deliberação dos conclaves –, a despeito da disparidade entre a natureza e as características essenciais desses dois tipos societários. Não fosse o bastante, o Código Civil, em suposta tutela aos sócios minoritários, estabeleceu regras de *quorum* e parâmetros de decisão que não apenas lhes reduzem drasticamente a autonomia privada, como também desrespeitam o princípio majoritário e violam a sistemática geral de decisões em sociedades”. CUNHA, Amir Achcar Bocayuva & NASCIMENTO, João Pedro Barroso do, *op. cit.* nota 257, p. 53.

<sup>281</sup> Segundo CORVO (2011), “o acordo de sócios de sociedade limitada permanece objeto de discussões (ou supostas discussões), notadamente no que se refere à sua licitude, validade, eficácia perante a sociedade e terceiros e, principalmente, à sua vinculação à disciplina legal do acordo de acionistas”. (CORVO, Erick. *Acordo de Sócios de Sociedade Limitadas à Luz do Código Civil de 2002*, in ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos: liber amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros Editora, 2011, p.84).

quotas preferenciais com direito a voto e com prioridade no recebimento de lucros<sup>282</sup>.

---

<sup>282</sup>VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, *op. cit.* nota 278, pp. 400 e 401.

### **III.3. A Receptividade da Indústria do *Venture Capital* pelo Direito Brasileiro: Propostas com o Fim de Impulsionar o Investimento em Inovações**

Neste item exploraremos algumas possibilidades que podem trazer benefícios para o mercado de *venture capital* no Brasil. Tendo em vista a relação entre *venture capital* e o fomento ao surgimento de inovações na economia, com todas as suas potenciais benesses, bem como o escopo de nossas pesquisas sobre os instrumentos jurídicos utilizados na relação entre investidores e *venture capitalists*, e entre fundo de *venture capital* e empreendedores, este item final em nosso trabalho, buscará propor focos que mereçam atenção para que investimentos em *venture capital* sejam mais recorrentes e, desta forma, contribuam para aceleração do surgimento de inovações no país.

#### **III.3.1. Mercado da reputação**

Conforme boa parte da literatura sobre o assunto argumenta<sup>283</sup>, não obstante os mecanismos utilizados por meio de avenças contratualmente estabelecidas, uma das principais restrições para evitar desvios de conduta e atos oportunistas pelos *venture capitalists*, é o mercado de reputação.

Por assumirem quase completo controle sobre a administração dos fundos por eles geridos, e, por outro lado, assumirem o controle sobre as empresas em que investem, *venture capitalists* ficam na posição de retirar benefícios privados tanto de suas relações com os investidores, quanto das relações com os empreendedores. Entretanto, conforme afirma a literatura acima mencionada, em ambas as relações existe um forte incentivo para que os *venture capitalists* não incorram em atos oportunistas, pois sua capacidade de levantarem novos fundos ou serem procurados por potenciais empreendedores, reside na manutenção de suas boas reputações.

Segundo GILSON (2003), para um mercado de reputação surgir, as seguintes condições precisam estar presentes, que é o que ocorre no mercado de *venture capital*:

“First, the party whose discretion will be policed by the market must anticipate repeated future transactions. Second, participants must have

---

<sup>283</sup> Ver itens II.3.1.3 e II.3.2.8, do Capítulo II supra.



shared expectations of what constitutes appropriate behavior by the party to whom discretion has been transferred. Finally, those who will deal with the advantaged party in the future must be able to observe whether that party's behavior in past dealings conforms to shared expectations.”<sup>284</sup>

Entretanto, SMITH (1998) coloca em questão a eficiência de tal mercado:

“The most apparent reason to suspect inefficiency in this market is the absence of a centralized location - like a stock exchange - where various assessments of venture capitalist reputation can be ‘traded’. Gilson and Kraakman identify four ‘general forms of mechanisms’ that transmit information in capital markets: universally informed trading, professionally informed trading, derivatively informed trading, and uninformed trading. The emphasis on trading is not coincidental. Only by trading is information from disparate sources gathered and evaluated. By trading in a centralized location, capital markets assemble all relevant information into a single measure. Venture capital markets lack this feature. Thus, one would expect much different measures of venture capitalist reputation from transaction to transaction.”<sup>285</sup>

SMITH (1998), portanto, argumenta que o mercado de reputação dos *venture capitalists* não funcionaria eficientemente porque não existiria um local único em que tais informações estariam disponíveis. Outro entrave que o autor enxerga com relação a tal mercado, é que muitas vezes a pessoa que detém a informação pode não ter interesse em divulgá-la, como pode ser o caso de um empreendedor que não divulgue a informação para potenciais entrantes em seu mercado<sup>286</sup>. O autor, então, conclui que a internet possui um importante papel neste processo, de modo a concentrar as informações em um só local, e reduzir os custos de sua distribuição<sup>287</sup>.

Desafios para que seja aprimorada a eficiência de troca de informações sobre o mercado de *venture capital*, parece-nos de grande importância para o funcionamento deste que é um mercado em que riscos de agência são consideravelmente elevados.

Um dos caminhos possíveis está na própria regulação administrativa da CVM. Considerando que os gestores dos fundos (*venture capitalists*) são todos registrados perante a autarquia e, conseqüentemente, estão sob sua fiscalização, esta pode ser uma concentradora de informações disponíveis para consulta, principalmente, sobre eventuais

---

<sup>284</sup> GILSON, Ronald, op. citi. nota 47, p. 1086.

<sup>285</sup> SMITH, Gordon, op. citi. nota 205, p. 161.

<sup>286</sup> Idem.

<sup>287</sup> Idem, p. 173.

sanções administrativas aplicadas. As informações sobre os FIPs e FMIEEs encontram-se disponíveis no sítio eletrônico da CVM e podem servir de base para comparações e acompanhamento de movimentos em patrimônio e carteira<sup>288</sup>.

A fim de melhorar o nível de informação sobre as administradoras de carteiras de valores mobiliários, a CVM publicou em 22 de novembro de 2011, edital de audiência pública SDM nº 14/11<sup>289</sup>, com minuta de instrução para substituição da ICVM 306/99, que regula as atividades de administração de carteiras de valores mobiliários, propondo, entre outros, a obrigatoriedade para os administradores de carteiras apresentarem um formulário de referência com diversos dados relativos a informações financeiras, recursos humanos, estrutura da empresa, regras, procedimentos e controles internos<sup>290</sup>; formulário este que ficará disponível na rede mundial de computadores para acesso do público investidor. Sem entrar no mérito sobre se as exigências de disponibilização de informações são excessivas ou inadequadas<sup>291</sup>, entendemos que pode significar um avanço no mercado da reputação em relação aos gestores de fundos de *venture capital*, contribuindo para o desenvolvimento do mercado. Até a presente data, a CVM não havia publicado instrução normativa com base na minuta em comento.

Outra possibilidade de avanço refere-se à disponibilização da demonstração de desempenho introduzida pela ICVM 522/12, que, conforme a ICVM 524/12, passa a ser obrigatória para os fundos regulados pela ICVM 409/04 a partir de fevereiro de 2013. Entretanto, a ICVM 409 excepciona seu âmbito de aplicação a certos fundos, dentre eles os FIPs e os FMIEEs. Para estes, portanto, entendemos que futura regulamentação de disponibilização de demonstrativo de desempenho, adequado às particularidades dos investimentos em *private equity* e *venture capital*, deve colaborar para a construção de um mercado de reputação entre os agentes envolvidos em tais operações.

Além da CVM, a autorregulação tem potencial de desempenhar papel relevante para a circulação de informações entre os atores envolvidos às operações de *venture capital*. Neste intento, a ABVCAP possui potencial contributivo muito grande ao reunir investidores, *venture capitalists* (gestores), empreendedores, e outros agentes como

---

<sup>288</sup> Disponíveis no endereço eletrônico <http://www.cvm.gov.br/>.

<sup>289</sup> Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed1411sdm.pdf> (acesso em: 19 de jan 2013)

<sup>290</sup> Conforme item 3.2 do Edital SDM nº 14/11.

<sup>291</sup> Neste sentido são os argumentos contidos nas manifestações à audiência pública da ANBIMA (disponível em: [http://www.cvm.gov.br/port/audi/sugest/SDM/14-11/ANBIMA\\_23-02-2012.zip](http://www.cvm.gov.br/port/audi/sugest/SDM/14-11/ANBIMA_23-02-2012.zip)) e da AMEC (disponível em [http://www.cvm.gov.br/port/audi/sugest/SDM/14-11/AMEC\\_23-02-2012.zip](http://www.cvm.gov.br/port/audi/sugest/SDM/14-11/AMEC_23-02-2012.zip)). Acessos em 19 jan 2013.

advogados, participantes do sistema de distribuição, etc, fazendo com que as informações entre os participantes fluam satisfatoriamente. Além disso, entendemos que seria de grande contribuição a fácil disponibilização de informações sobre os *venture capitalists* no sítio eletrônico da entidade, de modo a permitir que empreendedores e investidores obtenham informações sobre experiências passadas, desempenho, litígios, e outras informações que possam melhor formar suas bases de negociação. Por outro lado, a disponibilização de informações atua como constrição aos *venture capitalists* contra condutas abusivas.

Problema típico também que deve ser enfrentado refere-se ao sigilo aplicado nos procedimentos arbitrais. Conforme a própria regulação dos FIPs, estes somente podem investir em sociedades que tenham previsão de resolução dos conflitos por via arbitral<sup>292</sup>. Entretanto, o tratamento sigiloso concedido às arbitragens pode dificultar o acesso a informações sobre um eventual conflito em que o *venture capitalist* agiu de maneira inapropriada.

### **III.3.2. Liberdade Contratual**

De nossas análises realizadas com base na literatura sobre *venture capital* em países em que essa modalidade de investimento encontra-se em desenvolvimento maduro, notadamente os EUA, pudemos concluir que a habilidade e criatividade das partes envolvidas, aliadas à profunda necessidade de compatibilizar a livre atuação de agentes com os interesses dos principais, resultaram na criação de mecanismos contratuais que viabilizam a estruturação das operações. Tais mecanismos não surgiram da imposição legal, mas de ajustes privados nascidos entre os atores envolvidos atuando no âmbito da liberdade contratual. As operações por sua vez, dentro de suas particularidades individuais, incluem ou excluem, amplificam ou reduzem os mecanismos em comento, de acordo com a conveniência dos atores. A liberdade contratual, portanto, é um elemento que entendemos como benéfico ao setor e um ponto em que os institutos jurídicos brasileiros devem avançar.

Primeiramente, os veículos utilizados para a reunião dos investidores e dos *venture capitalists*, devem garantir margem de liberdade contratual para que as partes ajustem os mecanismos que julguem adequados para dada operação de *venture capital*. Disto

---

<sup>292</sup> Art. 2º, §4º. IV, da ICVM 391/03.

concluimos pela inadequação da utilização das sociedades anônimas de capital fechado, e pela maior adequação dos veículos CVM, ou seja, o FIP e o FMIEE.

No que tange especificamente ao FIP, reconhecemos a grande flexibilidade que é permitida pela ICVM 391/03, entretanto, é de nossa opinião que alguns pontos merecem maior reflexão, os quais:

- a) A referência a investimentos em títulos e valores mobiliários de emissão de “companhias” pelo art. 2º, *caput*, da ICVM 391/03, denota uma clara limitação de que o FIP somente poderá efetivar investimentos em sociedades anônimas. Não obstante a criticada inflexibilidade imposta às sociedades limitadas pelo Código Civil de 2002<sup>293</sup>, ainda assim, entendemos não acertada a restrição em comento. Podemos muito bem elencar as vantagens de governança corporativa que legalmente vige nas sociedades anônimas sobre as sociedades limitadas a justificar essa escolha, entretanto, entendemos esta como sendo uma escolha que pode ser regrada e, eventualmente, renunciada pelos investidores e *venture capitalists*.
- b) A limitação para que o FIP apenas adquira títulos e valores mobiliários de companhias fechadas que obedeçam a certos padrões de governança, conforme expressos nos incisos I a VI do §4º, do art. 2º, da ICVM 391/03, quais sejam: “I - proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação; II - estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração; III - 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; IV - adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; V - 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 VI - auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM”. Entendemos que todas as mencionadas hipóteses poderiam ser

---

<sup>293</sup> Vide item III.2.2. deste Capítulo.

deixadas para disposição das partes, conforme sua conveniência. Uma crítica em especial merece o inciso “V” cumulado com o inciso “II”, que ao pé da letra, restringiria a abertura de capital das empresas do portfólio inclusive no Novo Mercado (segmento com níveis mais elevados de regras de governança corporativa da BM&FBOVESPA) e no BOVESPA MAIS (segmento de acesso da BM&FBOVESPA), em que o mandato unificado máximo exigido para membros do conselho de administração é de 2 (dois) anos<sup>294</sup>.

Considere-se, ainda, que o FIP admite apenas a participação de investidores qualificados<sup>295</sup>, sem envolvimento de investidores individuais que possuem pouco conhecimento sobre os riscos envolvidos nos investimentos, o que nos leva a crer que as partes nesta relação possuem capacidade de negociarem sobre o funcionamento do fundo e o padrão mínimo de governança para as empresas do portfólio.

Em outros pontos, entendemos que a ICVM 391/03 andou bem, como, por exemplo, as obrigações burocráticas dos administradores, bem como no que tange à regulação da CVM quanto ao registro e disponibilização de informação à autarquia, que por motivos claros não poderiam ser deixadas ao livre arbítrio das partes. Com relação ao regramento de potenciais conflitos de interesses entre o administrador e o fundo, consideramos acertada a não vedação *a priori* para que o fundo invista em empresas que contem com participações do administrador, o gestor, os membros de comitês ou conselhos criados pelo fundo e cotistas titulares de cotas representativas de 5% (cinco por cento) do patrimônio do fundo, seus sócios e respectivos cônjuges, entretanto, submetendo tais operações à aprovação em deliberação da assembleia de quotistas<sup>296</sup>.

---

<sup>294</sup> Vide Regulamento de listagem do Bovespa Mais, item 4.3. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Regulamento-Bovespa-Mais.pdf>. Acesso em 16 dez 2012. E Regulamento de listagem do Novo Mercado, item 4.6. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>. Acesso em 16 dez 2012.

<sup>295</sup> Art. 5º, da ICVM 391/03.

<sup>296</sup> Vide Art. 36 da ICVM 391/03, que assim estabelece:

“Art. 36. Salvo aprovação da maioria dos cotistas reunidos em assembleia geral, é vedada a aplicação de recursos do fundo em títulos e valores mobiliários de companhias nas quais participem:

I – o administrador, o gestor, os membros de comitês ou conselhos criados pelo fundo e cotistas titulares de cotas representativas de 5% (cinco por cento) do patrimônio do fundo, seus sócios e respectivos cônjuges, individualmente ou em conjunto, com porcentagem superior a 10% (dez por cento) do capital social votante ou total;

II – quaisquer das pessoas mencionadas no inciso anterior que:

a) estejam envolvidas, direta ou indiretamente, na estruturação financeira da operação de emissão de valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo, inclusive na condição de agente de colocação, coordenação ou garantidor da emissão; ou

Com relação à ICVM 209/94, que regulamenta os FMIEEs, discordamos sobre a crítica feita a respeito de sua não aceitação pelo mercado devido às restrições previstas para composição de sua carteira de investimento, ao menos do ponto de vista das operações de *venture capital*. O limite de faturamento de R\$150 milhões, apurados no ano anterior ao primeiro aporte, parece-nos razoável do ponto de vista das empresas de portfólio de fundos de *venture capital*, que, conforme visto acima, encontram-se em estágios iniciais de suas vidas. Não obstante, as operações de *private equity*, que envolvem investimentos em empresas em estágios mais avançados, com certeza não eram compatíveis com os FMIEEs, o que de maneira indireta afetou o desenvolvimento do *venture capital*, considerando que uma das formas de saída de investimentos em *venture capital* é a venda para fundos voltados para investimento em *private equity*.

Excetuando as limitações sobre as características das empresas do portfólio com relação ao faturamento destas na época do primeiro aporte, a ICVM 209/94 estabelece menos requisitos de governança a serem seguidos pelos FMIEEs em comparação aos FIPs. Mantém, no entanto, a referência das empresas do portfólio como “companhias”, o que denota que devam ser organizadas na forma de sociedades anônimas. Desta forma, entendemos que os FMIEEs sejam veículos mais adequados para o investimento em *venture capital*. Consideramos que a existência de um veículo próprio para *venture capital* seja vantajoso também para que políticas públicas específicas sejam implementadas com objetivo de fomentar tais operações, como, por exemplo, subsídios e benefícios fiscais.

De um modo geral, as instruções normativas da CVM tanto sobre os FIPs quanto os FMIEEs concedem ampla margem de negociação sobre as regras de governança dos fundos e sobre os mecanismos para redução de problemas de agência e alinhamento de interesses entre *venture capitalists* e investidores. Foi com o receio de que essa flexibilidade fosse reduzida que LEAMON & LERNER (2012) afirmam que o mercado recebeu com restrições o código<sup>297</sup> da ABVCAP-ANBIMA<sup>298</sup> de Regulação e Melhores

---

b) façam parte de conselhos de administração, consultivo ou fiscal da companhia emissora dos valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo, antes do primeiro investimento por parte do fundo.  
Parágrafo único. Salvo aprovação da maioria dos cotistas, é igualmente vedada a realização de operações, pelo fundo, em que este figure como contraparte das pessoas mencionadas no inciso I deste artigo, bem como de outros fundos de investimento ou carteira de valores mobiliários administrados pela administradora ou pela gestora, quando houver.”

<sup>297</sup> Código disponível em <http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?op=o&id=63>. Acesso em 17 dez 2012.

<sup>298</sup> ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital; e ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

Práticas para o Mercado de FIP e FMIEE<sup>299</sup>, e para os Fundos de Investimento em Cotas de FIPs e/ou FMIEEs, oficializado em março de 2011. Trata-se de uma iniciativa de autorregulação, visando à padronização de regras de governança e garantia de maior credibilidade ao setor. A adesão ao código é obrigatória para os membros efetivos da ABVCAP e para instituições filiadas à ANBIMA<sup>300</sup>, que desempenhem qualquer uma das funções de administração, gestão de carteira e distribuição de cotas de FIP ou FMIEE. Segundo referidos autores:

“The growing move toward regulation, as demonstrated by Europe’s Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD), was another worry. In 2011, ABVCAP and the market regulator, ANBIMA, had promulgated a mandatory self regulation best practices code for the private equity industry, which had met a lukewarm reception. Commented Sette: ‘Brazil has a fairly good balance regarding regulatory issues. The major regulations, CVM 391 and 209, create a framework to protect investors and at the same time permit the inclusion of market best practices. The self regulation code for private equity funds was received with restraint by the market because it didn’t seem to bring anything new to the industry while creating more mechanisms for supervision and control’”<sup>301</sup>.

Não obstante a observação acima, embora o código imponha mais obrigações relacionadas ao funcionamento burocrático do fundo, instituindo regras de registro perante as suas entidades criadoras, e, também, submetendo o fundo, os administradores e seus prestadores de serviços a uma supervisão mais intensa de suas atividades, no que tange à organização e gestão do fundo, o código ABVCAP-ANBIMA permite que as variadas matérias sejam livremente decididas entre investidores e administradores do fundo. Conforme os arts. 12 e 13, o Código estabelece um rol de matérias que, respectivamente, o termo de compromisso e o regulamento do fundo devem disciplinar, e seu art. 14 enumera as informações que o prospecto deve conter. Entretanto, não há restrições sobre como as regras que disciplinam essas matérias devem ser preenchidas.

De forma análoga, o Código ABVCAP-ANBIMA não impõe a obrigatoriedade de criação de comitês e conselhos auxiliares pelo fundo, apesar de tratar especificamente do

---

<sup>299</sup> O Código da ABVCAP-ANBIMA utiliza a sigla FIEE para designar os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes. Apenas para fins de padronização, continuaremos a utilizar neste trabalho a sigla FMIEE para designar tais fundos.

<sup>300</sup> Conforme art. 2º da referido código.

<sup>301</sup> LEAMON, Ann & LERNER, Josh. *Creating a Venture Ecosystem in Brazil: FINEP’s INOVAR Project*, Working Paper 12-099, Harvard Business School, 2012, p. 19.

comitê de investimento<sup>302</sup> e do conselho de supervisão<sup>303</sup>. Ao invés, classifica os fundos em 3 Tipos, sendo que o Tipo 1 é aquele que prevê em seu regulamento a instalação e o funcionamento do comitê de investimentos do qual participem representantes dos cotistas, podendo prever o funcionamento do conselho de supervisão<sup>304</sup>; o Tipo 2 é o FIP/FMIEE que preveja a instalação e funcionamento de um comitê de investimento, composta apenas por profissionais integrantes da administração ou da gestão do fundo, se esta for realizada de forma independente<sup>305</sup>; e o Tipo 3, que são os FIPs/FMIEEs que não contemplam a criação de um comitê de investimento, podendo seu regulamento prever a instalação e o funcionamento de um conselho de supervisão<sup>306 307</sup>. Nos termos do art. 23, *caput*, do Código, a classificação em um dentre esses três tipos é mandatória para os FIPs/FMIEEs diversificados<sup>308</sup>, e de adoção facultativa para os fundos restritos<sup>309</sup>.

No que tange aos instrumentos utilizados na regulação da relação entre fundos de *venture capital* e os empreendedores, repetimos vozes da doutrina sobre a necessidade de um regime simplificado para as sociedades anônimas de capital fechado, conforme colocado por VERÇOSA (2008), ao comparar a disciplina nacional com o Direito Francês:

“Sentindo a necessidade de criar um novo instrumento destinado ao pequeno e médio empresários, o legislador francês criou a sociedade por ações simplificadas (SAS), por meio da Lei 94-1, de 3.1.1994. Portanto, ela já é conhecida no Direito Comparado há mais de uma década, mas não serviu de modelo para uma reforma do Direito pátrio, por meio de

---

<sup>302</sup> O Comitê de Investimento tem a sua função estabelecida no art. 34, I e II, do Código ABVCAP-ANBIMA, no seguinte sentido: “I - acompanhar e autorizar as decisões inerentes à composição de sua carteira, incluindo, mas não se limitando, a aquisição e/ou a venda de ativos da carteira do FIP/FIEE, a partir de propostas apresentadas pelo administrador ou gestor, caso tais atividades não sejam desempenhadas pela mesma Instituição Participante”; e “II - acompanhar as atividades do administrador ou do gestor, caso tais atividades não sejam desempenhadas pela mesma Instituição Participante, na representação do fundo junto às companhias investidas, na forma prevista no Regulamento”.

<sup>303</sup> O Comitê de Supervisão tem sua função geral prevista no art. 35, *caput*, do Código, conforme segue: “prevenir situações de conflitos de interesses e permitir ao órgão exercer seu papel de supervisão das atividades do Comitê de Investimentos, bem como da gestão do FIP/FIEE, observadas as competências da assembleia geral de cotistas nos termos da regulamentação em vigor”.

<sup>304</sup> Art. 24, *caput* e parágrafo único, do Código ABVCAP-ANBIMA.

<sup>305</sup> Art. 25, I e II, do Código ABVCAP-ANBIMA.

<sup>306</sup> Art. 26, *caput* e parágrafo único, do Código ABVCAP-ANBIMA.

<sup>307</sup> Interessante notar que o Código não prevê a possibilidade de um fundo cujo regulamento preveja o funcionamento de um comitê de investimento composto por profissionais integrantes da administração ou da gestão do fundo, e que não possua o conselho de supervisão em funcionamento.

<sup>308</sup> Art. 23, §1º, do Código ABVCAP-ANBIMA, segundo o qual, é diversificado o fundo “constituído por uma pluralidade de cotistas, e que não se enquadre nas hipóteses previstas no § 2º deste artigo.”

<sup>309</sup> Art. 24, §2º, do Código ABVCAP-ANBIMA define FIP/FMIEE Restrito como “aquele em que 50% (cinquenta por cento) ou mais do total de cotas emitidas pelo fundo sejam detidas: I - por um único cotista; II - por cotistas que sejam cônjuges, companheiros ou que possuam entre si grau de parentesco até o 4º grau; ou III - por cotistas que pertençam a um mesmo grupo ou conglomerado econômico.”



uma contribuição tão interessante ao empresário local e à economia como um todo. Como sempre, neste e em outros diversos campos, o Brasil encontra-se na ‘vanguarda do atraso’, conforme já disse alguém”.<sup>310</sup>

Ainda em sede de comparação, nos EUA a flexibilidade das companhias de capital fechado também é característica comumente apontada pela doutrina. Neste sentido MUNHOZ (2002) afirma:

“É interessante notar que, nos Estados Unidos, situação semelhante ocorre em relação às *publicly held corporations*, *closely held corporation* e *partnerships*. O caráter cogente da lei que disciplina cada uma dessas sociedades é distinto, admitindo-se maior autonomia da vontade nos dois últimos tipos societários.”<sup>311</sup>

Um modelo simplificado para as sociedades anônimas, com regras mais flexíveis e de regramento livre pelos acionistas seria de todo bem recebida pelo empresariado brasileiro. Incluí-se dentre os beneficiados aqueles envolvidos no setor de *venture capital*, tendo em vista a característica própria de empresas *startups*, muitas vezes com poucos acionistas, o que dispensaria muitas das regras de publicidade e de tutela de acionistas desvinculados da administração da empresa. Considerando a existência no Direito pátrio de distinção de disciplina legal entre as companhias abertas e as companhias fechadas, nestas a liberdade contratual deve permitir que *venture capitalists* e empreendedores negociem e acordem livremente sobre as soluções que possam melhor acomodar seus interesses.

Sobre a extensão dessa liberdade, segundo CORAPI (2011), as legislações societárias distinguem “regras referentes a relação entre a companhia a terceiros, e aquelas que regulam a as relações internas da sociedade”<sup>312</sup>. O autor afirma que a doutrina contratualista, principalmente a americana, defende que as regras que definem a relação da sociedade com terceiros devem ser de obediência obrigatória, enquanto as regras que

---

<sup>310</sup> VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, *op. cit.* nota 219, p. 754.

<sup>311</sup> MUNHOZ, Eduardo Sechi, *op. cit.* nota 220, p. 33, nota 71. Ainda, sobre a flexibilidade das *closely held corporations* nos EUA, EASTERBROOK & FISCHER (1996) escrevem: “*Judges once viewed unusual contractual mechanisms in close corporations with suspicion. Today courts enforce whatever the participants invent. The evolution of corporate statutes from prescriptive rules into enabling laws has provided participants in both public and close ventures with considerable flexibility in structuring the firm. Some states also have special close corporation statutes, standard-form contracts designed for particular needs. These statutes are even more explicitly contractarian than are the enabling laws used for public corporations, authorizing the adoption of any contractual arrangements that do not injure third parties*”. (EASTERBROOK, Frank H. & FISCHER, Daniel R. *The economic structure of corporate law*, Cambridge, Mass : Harvard University Press, 1996, pp.)

<sup>312</sup> CORAPI, Diego. *Regras Obrigatórias e Facultativas na Lei de Sociedades*, in in WALD, Arnaldo (org.), *Direito empresarial: sociedades anônimas*, v. 3, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 60.

visam a tratar de questões internas da sociedade devem ser objeto de livre determinação pelas partes<sup>313</sup>. Além disso, para que custos de transação sejam reduzidos<sup>314</sup>, as legislações preveem regras facultativas (*default rules*) que podem ser incluídas (*opted in*) ou excluídas (*opted out*) dos atos constitutivos das sociedades.

Não obstante a necessidade da existência de normas cogentes, tais como as que visem a persecução de valores expressos na Constituição Federal<sup>315</sup> e as que lidem com a relação entre a sociedade e terceiros<sup>316</sup>, entendemos que no Brasil, a disciplina da sociedade anônima de capital fechado com base em *default rules*, seria benéfica para o desenvolvimento do mercado de *venture capital*. A necessidade de uma estrutura que possibilite maior margem de liberdade contratual é intensificada pelo fato do Código Civil impor disciplina rígida às sociedades limitadas, impedindo alternativas para o empresariado brasileiro quanto às estruturas desejáveis para seus empreendimentos<sup>317</sup>.

### III.3.3. Definição clara das responsabilidades

---

<sup>313</sup> Idem, p. 61.

<sup>314</sup> Sobre a redução de custos de transação por regras previstas no Direito positivo, EASTERBROOK & FISCHER (1996) afirmam: “*We have argued throughout that corporate law, both statutory and judicial, acts as a set of standard terms that lowers the cost of contracting. Because of the differences between the two types of corporations, different standard terms are apt to be best. Thus many states supply automatic rules for involuntary dissolution in closely held but not public held corporations. Development of special close corporation statutes reflects the utility of a set of presumptive rules tailored to closely held corporations. One should avoid exaggerating the importance of these laws, though. The statutes largely track the terms people have been negotiating for years, statute or no. As long as the statutory terms may be adopted or rejected by contract, the primary contribution of special close corporation statutes is a savings, probably a minor one, in the costs of transacting to the preferred solution*” (op. cit. nota 311, pp. 236 e 237.).

<sup>315</sup> Neste sentido, MUNHOZ (2002) afirma: “Na persecução dos valores expressos na Constituição, parece indispensável observar que o modelo societário deve adotar normas supletivas, que assegurem adequado nível de autonomia de vontade aos agentes econômicos, mas também normas de natureza cogente.” MUNHOZ, Eduardo Sechi, op cit. nota 220, p. 32.)

<sup>316</sup> Segundo EASTERBROOK & FISCHER (1996): “*Sometimes the rule of law plays a more important role. The most obvious is dealing with third parties, where voluntary contracting is not feasible. Limited liability to tort creditors is an example. Rules of law also matter when they cannot be varied by agreement. Immutable rules are rare, but there are a few*”. (op. cit. nota 311, p. 237).

<sup>317</sup> Segundo MUNHOZ (2002): “Em algumas matérias, não há dúvidas de que a disciplina ideal é aquela que deixa aos empresários ampla margem de autonomia de vontade, aplicando-se a regra legal apenas no caso de omissão. Essa estrutura normativa, vale notar, foi em grande medida adotada na lei brasileira sobre sociedade por quotas de responsabilidade limitada (Decreto n. 3.708/19), cuja concisão e presença de normas em sua maioria supletivas podem ser apontadas como fatores determinantes de seu sucesso na prática empresarial. Há matérias, porém, que devem ser disciplinadas por normas cogentes, como ocorre na maioria daquelas que disciplinam a sociedade por ações. A necessidade de proteger as minarias acionárias – o público investidor – torna indispensável a adoção de normas cogentes.” (MUNHOZ, Eduardo Sechi, op cit. nota 220, p. 33.) Cabe lembrar, no entanto, que com o advento do Código Civil a disciplina das sociedades por quotas de responsabilidade limitada foi alterada para um conjunto de regras mais rígidas. Além disso, no que tange às sociedades anônimas de capital fechado, não necessitam de tutela ao público investidor.

Por outro lado, questões que devem ser claramente regulamentadas legalmente, como as que tratam da responsabilidade de investidores perante terceiros, por passivos contraídos pelo fundo, não possuem disposição legal expressa a respeito. Apesar dos fundos de *venture capital* não serem alavancados por meio de dívida, e, no caso dos FIPs e FMIEEs, possuírem limitações para investimentos em derivativos, sendo, portanto, incomum que seu patrimônio líquido resulte negativo, ainda assim, uma segurança clara deveria ser prevista em lei com relação à limitação de responsabilidade dos investidores do fundo aos aportes efetuados<sup>318</sup>. Considere-se, ainda, a presença do instituto da desconsideração da personalidade jurídica<sup>319</sup> na legislação Brasileira<sup>320</sup>, que abre possibilidade para que o patrimônio do fundo seja atingido por obrigações contraídas por

---

<sup>318</sup> Entendemos que seria relevante disposição expressa em lei tal como no caso dos fundos de investimento imobiliário, conforme art. 13, II, da Lei 8.668, de 25 de junho de 1993.

<sup>319</sup> Sobre a desconsideração da personalidade jurídica, ver REQUIÃO, Rubens, *Abuso de Direito e Fraude Através da Personalidade Jurídica (Disregard Doctrine)*, in *Revista dos Tribunais*, n. 410, 1969, p. 12; OLIVEIRA, José Lamartine Corrêa, *A dupla crise da pessoa jurídica*, ed. 1, Saraiva, São Paulo, 1979; COMPARATO, Fábio Konder, *op. cit.* nota 225; SALOMÃO FILHO, *op. cit.* nota 262, pp 232 – 274. Sobre o instituto da desconsideração da personalidade jurídica, Rubens REQUIÃO escreve: “A doutrina desenvolvida pelos tribunais norte-americanos, da qual partiu o Prof. Rolf Serick para compará-la com a moderna jurisprudência dos tribunais alemães, visa impedir a fraude ou abuso através o uso da personalidade jurídica, e é conhecida pela designação *disregard of legal entity* ou também pela *lifting the corporate veil*. (...) E assim, tanto nos Estados Unidos, na Alemanha, ou no Brasil, é justo perguntar ao juiz, deparando-se com tais problemas, deve fechar os olhos ante o fato de que a pessoa jurídica é utilizada para fins contrários ao direito, ou se em semelhante hipótese deve prescindir da posição formal da personalidade jurídica e equiparar o sócio e a sociedade para evitar manobras fraudulentas. São tais indagações que levam os tribunais norte-americanos a consagrar e aplicar a doutrina, tal como aconteceu no julgamento do caso *Montgomery Web Company vs. Dienelt*, no qual o tribunal indagou de si próprio ‘se o direito há de fechar seus olhos diante da realidade de que a diferença (entre a pessoa jurídica e sócio) é um mero jogo de palavras’. Respondeu, sem vacilações, que a solução há de ser sempre de que ‘nada existe que nos obrigue a semelhante cegueira jurídica’. Ora, diante do abuso de direito e da fraude no uso da personalidade jurídica, o juiz brasileiro tem o direito de indagar, em seu livre convencimento, se há de consagrar a fraude ou o abuso de direito, ou se deve desprezar a personalidade jurídica, para, penetrando em seu âmago, alcançar as pessoas e bens dentro que dentro dela se escondem para fins ilícitos ou abusivos” (REQUIÃO, Rubens. *Aspectos modernos de direito comercial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1977, pp. 69 e 70).

<sup>320</sup> São exemplos de previsões legais para a desconsideração da personalidade jurídica: art. 50 do Código Civil; art. 2º, §2º, da Consolidação das Leis do Trabalho; art. 4º da Lei 9.605 de 12 de fevereiro de 1998 (para ressarcimento de prejuízos causados ao meio ambiente); Art. 135 da Lei 5.172 de 25 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional); art. 34 da Lei 12.529 de 30 de novembro de 2011 (em casos de infrações da ordem econômica). Além disso, conforme citado por MUNHOZ (2002), a compatibilidade da teoria da desconsideração da personalidade jurídica é admitida a partir dos princípios gerais da boa fé, da vedação do uso abusivo do direito, e da cláusula geral da ordem pública. MUNHOZ, Eduardo Secchi, *op. cit.* nota 220, pp. 162 e 163. O autor, ainda, escreve sobre a dificuldade de definir uma lógica para os casos de aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica, tendo em vista ser matéria tipicamente casuística, nos termos do trecho a seguir: “Com as observações anteriores sobre a aplicação prática da teoria da desconsideração e sua recepção pela ordem jurídica brasileira, ficou evidenciado o seu caráter excessivamente casuístico. Nesse sentido, a tarefa a que Serick se propôs, ainda na década de 1950, parece não ter logrado maior êxito, pois os juízes continuam a decidir os casos de desconsideração em função de julgamentos de equidade, com base numa multiplicidade de critérios e de fundamentos, que não permitem inferir uma lógica comum, a partir da qual fosse possível construir uma base teórica segura e coerente” (p. 166).

empresas do portfólio, nos casos em que judicialmente seja aplicado o referido instituto<sup>321</sup>.

Entendemos que a limitação de responsabilidade para investidores de *venture capital* possui justificativas econômicas semelhantes às imputadas para a existência da limitação de responsabilidade para acionistas de empresas de capital aberto<sup>322</sup>. Enquanto nestas, a limitação de responsabilidade visa à própria viabilidade de um mercado de capitais, no caso dos veículos de investimento em *venture capital* a razão encontra-se na viabilidade de um mercado de capital de risco de grande relevância para o financiamento de inovações<sup>323</sup>. Em um cenário de responsabilidades ilimitadas, os investidores são levados a monitorar mais intensamente a condução dos negócios dos fundos de *venture capital*, gerando maiores custos para o investimento, o que prejudica a diversificação de suas carteiras e diminui o investimento global em *venture capital*.

Portanto, a previsão legal de responsabilidade limitada para investidores de FIP e FMIEEs seria de todo bem vinda. Tal previsão seria necessária, não podendo ser presumida, haja vista os ensinamentos de SALOMÃO FILHO (2011) de que a limitação de responsabilidade é uma exceção definida pelo legislador, conforme passagem abaixo:

“Ao contrário da teoria liberal, passa-se a ver na regra da responsabilidade limitada a exceção. Trata-se de uma exceção que leva a externalidades negativas em caso de falência, mas que se justifica na necessidade, absoluta do ponto de vista macroeconômico, de proporcionar aos agentes uma porta de saída do mercado sem custos insuportáveis (como são aqueles da ruína pessoal). A responsabilidade limitada é, portanto, uma distribuição de riscos, forçada, mas necessária, feita pelo legislador.”<sup>324</sup>

---

<sup>321</sup> Poder-se-ia imaginar uma situação hipotética extrema em que uma empresa do portfólio tenha sua personalidade jurídica desconsiderada, atingindo o patrimônio do fundo, e, não tendo o fundo ativos suficientes para saldar a obrigação em comento, os quotistas serem chamados, ainda que subsidiariamente, a responder com seu próprio patrimônio, sem mesmo terem concorrido com atos fraudulentos ou abusivos.

<sup>322</sup> Segundo MUNHOZ: “Nas sociedades de capital aberto, a responsabilidade limitada permite a diversificação dos investimentos e a dispersão acionária, sendo pressuposto indispensável da própria existência do mercado de capitais e, portanto, da mobilização dos elevados recursos de que necessitam os empreendimentos empresariais, na economia moderna. Parece evidente que, se o acionista não tivesse o seu risco pessoal limitado ao valor investido nas ações, jamais aceitaria adquirir participações em sociedade, em cujos negócios não se envolvesse diretamente. Assim, a decisão de se tornar acionista passaria a implicar custos mais elevados, restringindo-se os investidores a participar de poucas sociedades, cujos negócios pudessem acompanhar de perto. Nesse quadro, o princípio da limitação da responsabilidade exerce uma função sócio-econômica fundamental, pois dela depende a própria existência do mercado de capitais, cuja importância para o desenvolvimento econômico dos países é unanimemente reconhecida.” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *op. cit.* nota 220, p. 170.)

<sup>323</sup> Vide Cap. I acima.

<sup>324</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto, *op. cit.* nota 262, pp. 268 e 269.

Em sede de comparação, a *limited partnership*, veículo de investimento tipicamente utilizado no mercado de *venture capital* dos EUA, possui como um de seus principais traços característicos, a limitação de responsabilidade para os sócios denominados *limited partners*, posição assumida pelos investidores.

Em adição, destacamos a tortuosa discussão existente sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento; o que deixa espaço para inseguranças sobre matéria geradora de repercussões práticas de grande relevância, uma vez que em casos de omissão pairam dúvidas a respeito dos princípios e conceitos a nortear a busca por soluções; se seriam aplicáveis aqueles previstos na legislação sobre condomínios (arts. 1.314 e segs do Código Civil), ou na legislação societária (arts. 981 e segs. do Código Civil e Lei 6.404/76)<sup>325</sup>.

Com relação à administração, falta na legislação sobre os FIPs definições quanto às responsabilidades dos membros dos comitês do fundo representantes dos cotistas, em especial, daqueles que compartilham decisões de investimento. Enquanto os administradores e gestores do FIP respondem pelos “prejuízos causados aos cotistas, quando procederem com culpa ou dolo, com violação da lei, das normas editadas pela CVM e do regulamento”<sup>326</sup>, a responsabilidade dos membros dos comitês remanesce uma incógnita, o que causa inquietações em agentes do mercado.<sup>327</sup>

Quanto aos FMIEE, não há regramento específico expresso na legislação sobre as responsabilidades dos administradores e gestores perante os cotistas, contendo unicamente remissão ao art. 11, da Lei 6.385/76, que trata das penas aplicáveis pela CVM em casos de infrações de legislação cuja fiscalização é de competência da autarquia. Também não há menção quanto à responsabilidade de membros de comitê.

Embora entendamos que o princípio geral da boa-fé objetiva, previsto no art. 422 do Código Civil, deva ser balizador das responsabilidades de administradores, gestores e membros de comitê, regramento expresso sobre o assunto, incluindo eventual permissão para que o regulamento do fundo defina casos em que responsabilidades das referidas pessoas restam excluídas, resultaria em maior segurança e previsibilidade, beneficiando ambos investidores e administradores dos fundos.

---

<sup>325</sup> Vide nota 239 acima.

<sup>326</sup> Art. 9º, § 3º, da ICVM 391/03.

<sup>327</sup> Conforme matéria publicada por KAUFFMAN, Ricardo, *Quem Apertou o Botão*, in *Revista Capital Aberto*, publicações especiais Private Equity e Venture Capital, ano 6, pp. 24 a 25.

### III.3.4. Mais incentivo para investimentos em alta tecnologia

Entendemos que, com vistas a aumentar as operações de *venture capital*, especificamente voltadas para o financiamento de tecnologias críticas, maiores incentivos podem ser concedidos para tais operações. Neste caso, a principal questão é como a intervenção estatal pode direcionar tais atividades. GILSON (2003) descreve sobre as possibilidades do governo em construir um mercado de *venture capital*:

“The government is the natural engineer to confront the venture capital simultaneity problem. While the government did not play an instrumental role in the development of the U.S. venture capital market, the idiosyncratic U.S. experience does not provide an example for other countries seeking to establish a venture capital market more quickly than through accretion. No institution other than the government has the right incentive to invest in the public good that results from establishing a venture capital market. The problem, however, is the mismatch of a government acting to create a market in which it has no long-term role. The response, I will argue, reflects the lesson of the U.S. experience and the character of the simultaneity problem. The government can act to induce the development of the necessary specialized financial intermediaries and also act to provide, in effect, seed capital, to the new market. That leaves the third factor necessary to solve the venture capital market simultaneity problem - entrepreneurs. Here the hypothesis is simply that the presence of a venture capital framework complete with funding will induce entrepreneurs to reveal themselves.”<sup>328</sup>

Segundo GILSON (2003), para o mercado de *venture capital* existir, deve-se resolver o que ele denomina como problema da simultaneidade (“*simultaneity problem*”), que se resume na necessidade da existência simultânea de capital (investidores), intermediários financeiros (*venture capitalists*) e empreendedores, sendo que na hipótese de existência de dois desses elementos, o terceiro naturalmente surgirá. Neste sentido, o autor defende que o governo deve se concentrar nos dois primeiros, e os empreendedores surgirão. Além disso, propugna o autor que a atuação do governo deve ser passiva, preferencialmente provendo recursos para os intermediários financeiros, sem direcionar ou investir diretamente nas empresas alvo<sup>329</sup>.

Entretanto, um estudo sobre a interferência do governo no mercado de *venture capital* de Taiwan, conclui que tal interferência pode trazer resultados positivos quando os

---

<sup>328</sup> GILSON, Ronald J. *Op cit.* nota 49, p. 1.094.

<sup>329</sup> GILSON, Ronald J. *Op cit.* nota 49, p. 1.100.

incentivos criados cobrem o custo de oportunidade pela participação ativa do governo na indução dos investimentos. Nas palavras de GULINELLO (2005):

“The most important lessons from the Taiwan experience, however, may not be the measures the government took to promote the creation of the three inputs, but rather its measures taken to influence and control the venture capital market. One important aspect of government control of the Taiwanese venture capital market was that it did not reduce the incentives of fund investors and managers to select and monitor their investments. Nonetheless, government influence over the investment decisions of venture capital funds likely distorted the private ordering in the venture capital market. Although venture capital fund managers and investors had the legal freedom to opt out of regulatory control, doing so required foregoing significant tax benefits and eligibility for government investment. The promise of tax breaks and government investment in exchange for government influence over investment decisions may have compromised the efficiency of Taiwan's venture capital market by distorting the private ordering.”<sup>330</sup>

A experiência acima citada permite-nos inferir que no Brasil maiores incentivos podem ser alocados para que investimentos sejam direcionados em financiamento de inovações e fomento de empresas de alta base tecnológica. Desta forma, entendemos como uma grande oportunidade a disposição sobre os fundos de investimento em empresas emergentes inovadoras<sup>331</sup>, mas desde que acompanhada de incentivos que compensem a limitação de escopo<sup>332</sup>. Tais incentivos podem ocorrer tanto com isenções tributárias, quanto com subvenções do Estado, por meio de suas agências e bancos de desenvolvimento, para a formação de fundos administrados por *venture capitalists* independentes.

---

<sup>330</sup> GULINELLO, Christopher. *op. cit* nota 48, p. 881.

<sup>331</sup> Art. 43-A e 43-B da ICVM 209/94.

<sup>332</sup> Digno de nota é a atuação da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), através de seu programa para incentivo de empresas inovadoras através de operações de *venture capital*. O programa é considerado um caso de sucesso conforme afirma LEAMON & LERNER: “Regardless of the lingering questions, FINEP’s experience with INOVAR provided a number of lessons. First, the determinants of its success to date included the agency’s dual focus on innovation and financial return. It also made use of important relationships with international groups, such as the MIF and LAVCA, and local organizations, such as the stock market regulator and the stock exchange, BOVESPA. It also helped found ABVCAP to increase information exchange among practitioners. Moreover, the group started with low-hanging fruit in terms of demonstrating its effectiveness. Freitas said, ‘We didn’t start with seed funds in Amazonia. We went to Rio or Sao Paulo to get more exposure.’ With a proven platform and results, FINEP could take INOVAR to more remote yet innovative regions that had a local player capable of applying the INOVAR methodology.” (LEAMON, Ann & LERNER, Josh. *op. cit.* nota 301, pp. 19 e 20).

#### IV. CONCLUSÃO

Ao longo do presente trabalho foram expostos os resultados de nossas pesquisas realizadas com vistas a entender o funcionamento do mercado de *venture capital*.

Primeiramente, as pesquisas buscaram concluir pela importância deste tipo de investimento na economia moderna e a sua contribuição social, para justificá-lo como um objeto de estudo pelo operador do Direito. Foi neste intento que restou demonstrada a sua relevante contribuição para o financiamento de inovações na economia. Inovações, que por sua vez, conforme exposto aqui neste trabalho, constituem fator imprescindível para o desenvolvimento das nações.

Da análise da literatura estrangeira sobre o tema, notadamente a norte-americana, cuja fundamentação de escolha repousa na maturidade do mercado de *venture capital*, sendo base de referência para todos os países que tomam como estratégia de desenvolvimento o financiamento de inovações por meio deste tipo de operação, esbarramos na grande importância dada pela referida literatura aos instrumentos jurídicos utilizados na cadeia dos investimentos, que atuam, principalmente, no alinhamento dos interesses envolvidos e na redução de problemas de agência. Tais problemas são considerados como especialmente intensos nas relações entre os atores envolvidos nas operações de *venture capital*, por envolver o investimento em projetos e negócios altamente incertos (considerando que consistem, normalmente, em negócios relacionados ao desenvolvimento de altas tecnologias e inovações), em que a avaliação de desempenho dos agentes pelos principais é extremamente difícil. Com intuito de reduzir esses problemas de agência, o que de todo faz-se imprescindível para a viabilização das operações, investidores, *venture capitalists* e empreendedores negociam mecanismos para alinhamento de interesses e monitoramento. Os diversos mecanismos negociados tanto nas relações entre investidores e *venture capital*, quanto entre o fundo de *venture capital*



(representado pelos *venture capitalists*) e os empreendedores, são descritos e enumerados no Cap. II acima. Os mecanismos são previstos nos instrumentos jurídicos firmados entre as partes: na relação entre investidores e *venture capitalists* o principal instrumento a regular os direitos e obrigações de ambos é o ato constitutivo do veículo a reunir os recursos (que serão geridos pelos *venture capitalists*); já, entre o fundo de *venture capital* e empreendedores, a relação se desenvolve usualmente na estrutura societária sob a qual o empreendimento é executado, em que ambos, fundo e empreendedor, são sócios.

No Brasil, as operações de *venture capital* contam com instrumentos disciplinados pela legislação local. Até 1994, na falta de um veículo de investimento tipicamente adequado para reunir investidores e *venture capitalists*, as operações contaram com a utilização de sociedades anônimas. No entanto, por questões de governança e de tributação, as sociedades anônimas não foram bem recebidas pelo mercado em referência, utilizando-se o mercado das *limited partnerships* estrangeiras. Apenas em 1994, com a instrução ICVM 209 que regulamentou os FMIEEs, que o Brasil contou com um veículo com estrutura de governança e controle que mais se adequava às relações entre *venture capitalists* e investidores. Entretanto, deixou para trás as operações de *private equity*, uma vez que os FMIEEs são proibidos de investirem em empresas que atingiram faturamento anual, no ano anterior ao primeiro aporte, de (na época) 30 milhões de URV's<sup>333</sup>, ou que pertencesse a grupo de sociedades com faturamento de 60 milhões de URV's<sup>334</sup>. Mais tarde, em 2003, a ICVM 391 introduziu no Brasil os FIPs, abrindo a possibilidade para a utilização da forma organizacional de fundos de investimento para operações de *private equity*.

Os fundos CVM mostram-se adequados para servirem de veículos de investimento em *venture capital*, concedendo maior flexibilidade para que os mecanismos, conforme descritos pela literatura especializada e estudados no Cap. II, sejam dispostos e regrados. Além disso, deixam espaço para que, no âmbito da autonomia privada, negociem formas de governança a alinharem seus interesses, de acordo com suas necessidades específicas.

Algumas críticas à disciplina dos FIPs e dos FMIEEs podem ser feitas, com o intuito de melhor cumprirem seus papéis de viabilizadores dos investimentos em *venture capital*, derivando nas seguintes sugestões: a) maior liberdade com relação à governança

---

<sup>333</sup> Hoje a legislação estabelece R\$150 milhões.

<sup>334</sup> Hoje a legislação estabelece R\$300 milhões.

das empresas investidas dos FIPs e FMIEEs, incluindo possibilidade de investimentos em sociedades limitadas; b) definição clara das responsabilidades de investidores, membros de comitês em FIPs e FMIEEs, e de administradores em FMIEEs, e limitação de responsabilidade para os investidores; c) definição de natureza jurídica dos fundos de investimento, com especificação de regência supletiva.

No momento dos aportes do fundo de *venture capital* nas empresas do portfólio, pelo vínculo societário que se forma entre o fundo e os empreendedores, e por ser as sociedades anônimas o tipo societário mais utilizado (considerando, ainda, a limitação para que os FIPs e FMIEEs invistam em outros tipos societários), a Lei 6.404/76 é o principal diploma a reger a relação entre fundos e empreendedores.

As avenças apontadas pela literatura para redução de problemas de agência, também encontram aplicação sob a Lei 6.404/76. A estrutura dual de governança prevista para as sociedades anônimas permite o monitoramento sobre as atividades do empreendedor pelos *venture capitalists*. A possibilidade de existência de ações preferenciais com vantagens econômicas garante o mínimo de liquidez para os investimentos. As vantagens políticas atribuídas às ações preferenciais e a determinadas classes de ações ordinárias, cumuladas com acordos de acionistas (que também possui previsão expressa da Lei), podem gerar o efeito de alocação do controle ao fundo de *venture capital*, sem, no entanto, retirar os incentivos aos empreendedores sobre o retorno financeiro em caso de sucesso do empreendimento.

A crítica que fazemos ao regramento das sociedades anônimas, para a utilização em operações de *venture capital*, é a sua rigidez, considerando que tais operações envolvem empresas em estágios iniciais. Na realidade, repetimos vozes da doutrina nacional que, desde a promulgação do Código Civil de 2002, que alterou a disciplina das sociedades limitadas, tornando-as muito mais rígidas, clama por um tipo societário que conceda maior flexibilidade e liberdade contratual para os sócios, de forma a melhor atender interesses de pequenos e médios empresários.

Com relação às constrições de natureza extracontratual, que possa servir como incentivo para que agentes atuem em benefício dos interesses dos principais, a construção de um mercado da reputação mostra-se benéfica para o setor. Tanto a regulação da CVM, quanto a autorregulação pela ABVCAP, possui a oportunidade de fomentar esse mercado,

mediante controle e disponibilização de informações, e criando um ambiente que aproxime investidores, *venture capitalists* e empreendedores.

De um modo geral, o Brasil encontra-se aparelhado de institutos e instrumentos jurídicos adequados a disciplinar as relações entre investidores, *venture capitalists* e empreendedores, no que tange ao controle de problemas de agência. Desta forma, nossa conclusão é que políticas públicas com foco em financiamento de inovações via *venture capital* pode contar com tais instrumentos para seu desenvolvimento.

Desta feita, a construção de um mercado de *venture capital* direcionado pelo Estado, pode ter efeitos positivos, podendo inclusive ser implementadas por políticas públicas a focarem determinado setor ou o desenvolvimento de tecnologias específicas, desde que acompanhadas de incentivos que compensem os custos dos intermediários financeiros (*venture capitalists*) em ter suas decisões de investimento direcionadas a certos setores da economia.

## REFERÊNCIAS

ACEMOGLU, Daron; AGHION, Philippe; & ZILIBOTTI, Fabrizio, “*Distance to frontier, selection, and economic growth*”. Working Paper 9066. National Bureau of Economic Research (NBER).2002.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro*. Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011.

AKERLOFF, G. *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*, in *Quarterly Journal of Economics* 89, 1970.

ARAGÃO, Paulo Cesar & SOARES, Daniela. *Opções de Compra de Ações: Uma Análise da Evolução do Instituto no Brasil*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & AZEVEDO, Luis André N. de Moura (coord.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Quartier Latin do Brasil, São Paulo, 2010.

ARBIX, G. (Org.) et al; *Inovação: estratégias de sete países*. Brasília : ABDI , 2010.

ARIDA, Persio; BACHA, Edmar Lisboa; & LARA-RESENDE, André. *Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: conjectures on the case of Brazil*. Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, Rio de Janeiro, Brazil, 2004.

BANKMAN, Joseph & COLE, Marcus, *Theory informs business practice: the venture capital investment bust: Did agency costs play a role? Was it something lawyers helped structure?*, in *Chicago-Kent Law Review*, n. 211, 2001.

BANKS, R. C. l'Anson & LINDLEY, Nathaniel Lindley. *Lindley & Banks on partnership*. 18ª ed., London, Sweet & Maxwell, 2002, clxi.

BARBI FIHO, Celso A. *Acordo de Acionistas*, Belo Horizonte: Del Rey, 1993.

BARRETO, Celso Albuquerque. *Acordo de Acionistas*, Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1982.

BARTLETT, Robert P., *Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the*

*Corporation*, 54, *UCLA Law Review*, 37, 2006.

BERLE, Adolf A. & MEANS, Gardiner C., *The modern corporation and private property*, Harvest Book, 1968.

BLACK, Bernard S. *Strengthening Brazil's Securities Markets*. in *Revista de Direito Mercantil, Economico e Financiero*, 2001 [Journal of Commercial, Economic and Financial Law, 2000] p.3. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=247673> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.247673>. Acesso em 16 jun 2012

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz & LAMY FILHO, Alfredo. *A Lei das S/A*, 3ª ed, Rio de Janeiro, Renovar, 1997.

\_\_\_\_\_. *Temas de S/A*, Rio de Janeiro Renovar, 2007.

\_\_\_\_\_. *Direito das Companhias*, 1ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2009.

CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima & FURTADO, Cláudio Vilar. *A indústria de Private Equity e Venture Capital – o primeiro censo brasileiro*, São Paulo, Saraiva, 2006.

CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas*. 4ª ed, São Paulo: Saraiva, 1984.

CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*, São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Saraiva, São Paulo, 1º vol., 5ª ed, 2007; 2º vol., 4ª ed., 2008; 3ª vol., 4ª ed., 2009; 4º vol., Tomo I, 4ª ed., 2009; Tomo II, 3ªed., 2009.

COMPARATO, Fábio Konder. *Acordo de Acionistas e Interpretação do Art. 118 da Lei das S/A*, in WALD, Arnaldo (org.), *Direito empresarial: sociedades anônimas*, v. 3, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

COMPARATO, Fábio Konder, SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na sociedade anônima*. 5ª ed., Forense, 2008.

CORAPI, Diego. *Regras Obrigatórias e Facultativas na Lei de Sociedades*, in WALD,

Arnoldo (org.), *Direito empresarial: sociedades anônimas*, v. 3, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

CORVO, Erick. *Acordo de Sócios de Sociedade Limitadas à Luz do Código Civil de 2002*, in ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos: liber amicorum Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França*. São Paulo: Malheiros Editora, 2011.

CUMMING, Douglas J. *The Structure, Governance and Performance of UK Venture Capital Trusts*, at *Journal of Corporate Law Studies*, October, 2003.

CUNHA, Amir Achcar Bocayuva & NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Apontamentos sobre as deliberações dos sócios nas sociedades limitadas*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & AZEVEDO, Luis André N. de Moura (coord.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Quartier Latin do Brasil, São Paulo, 2010.

EASTERBROOK, Frank H. & FISCHER, Daniel R. *The economic structure of corporate law*, Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1996.

EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais: regime jurídico*, Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EISENBERG, Melvin Aron. *An introduction to agency, partnerships, and LLCs*. 5<sup>a</sup> ed, New York, NY, Foundation Press Thomson/West, 2006.

FILHO, Oscar Barreto. *Estrutura administrativa das Sociedades Anônimas*, in WALD, Arnoldo (org.), *Direito empresarial: sociedades anônimas*, v. 3, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.), *Direito Societário Contemporâneo I*, Quartier Latin, São Paulo, 2009.

\_\_\_\_\_. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, Malheiros, São Paulo, 2009.

FREEMAN, John. *Venture Capital and Modern Capitalism*, Princeton University Press, 2005.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. Tese Doutorado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

FRIED, Jesse M. & GANOR, Mira. *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, in *New York University Law Review*, no. 81, 2006.

GARCIA, Alexandre Hildebrand. *A redução do capital social*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009.

GERMANOS, Roberto Pitaguari, *Hedge Funds: Análise Jurídica no Direito Brasileiro e Comparado*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

GILSON, Ronald J. *Engineering a Venture Capital Market: lessons from the American experience*, 55 *Stan. L. Rev.* 1067, 1087, 2003.

GILSON, Ronald J.. *Understanding the choice between public and private equity financing of early stage companies: A comment on Barry*, 2 *J. Small & Emerging Bus. L.* 123, 1998

GILSON, Ronald J. & SCHIZER, David M.. *Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock*, in *The Harvard Law Review*, no. 116, 2003.

GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *The Venture Capital Cycle*, 2 ed. The MIT Press, Cambridge, 2006, Kindle edition.

GOMPERS, Paul & LERNER, Josh. *The Venture Capital Revolution*, in *The Journal of Economic Perspective*, vol. 15, n. 2 (spring), 2001.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares, *Sociedade Anônima: dos Sistemas e Modelos ao Pragmatismo*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & AZEVEDO, Luis André N. de Moura (coord.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Quartier Latin do Brasil, São Paulo, 2010.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares & TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das sociedades anônimas no Direito brasileiro*. v. 1, São Paulo: Livraria e Editora Jurídica J. Bushatsky, 1979.

GVCEPE. *Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital*. Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP, Dezembro 2008. Disponível em <http://www.nsgcapital.com.br/arquivos/PANORAMA%20INDUSTRIA%20BRASILEIRA%20PEVC%202008.pdf>. Acesso em 23 mar 2011.

HAGEDOORN, John. *Entrepreneurship and Innovation – Schumpeter Revisited*, in *Industrial & Corporate Change*, Oxford University Press, v. 5, n. 3, 1986.

HARRIS, Lee. *A Critical Theory of Private Equity*, Delaware Journal of Corporate Law, vol. 35, 2010.

HANSMANN, Henry & KRAAKMAN, Reinier H.. *Agency Problems and Legal Strategies. The Anatomy Of Corporate Law: A Comparative And Functional Approach*, Oxford University Press, pp. 21-31, 2004. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=616003>. Acesso em 13 jun 2012.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. *Brasil em desenvolvimento 2011: Estado, planejamento e políticas públicas*. vol. 2, Brasília: IPEA, 2012, vol. 2. Disponível em [http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro\\_brasil\\_desenvolvimento2011\\_vol02.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_brasil_desenvolvimento2011_vol02.pdf). Acesso em 21 de jun de 2012.

JENSEN, Michael C. & MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics* (JFE), Vol. 3, No. 4, 1976. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=94043>. Acesso em 23 de jul 2012.

KRUGMAN, Paul. *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, 1ª ed., Norton & Company, Nova York, 2009.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Ações preferenciais exclusivamente com vantagens políticas*, in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.36, n.109, 1998.

LEAMON, Ann & LERNER, Josh. *Creating a Venture Ecosystem in Brazil: FINEP's INOVAR Project*, Working Paper 12-099, Harvard Business School, 2012.



LITVAK, Kate. *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements* (June 1, 2004). U of Texas Law and Economics Research Paper No. 29; Columbia Law and Economics Working Paper No. 254. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=555626> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.555626>. Acesso em 22 nov 2012.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira, *Acordo de Acionistas*, in FILHO, Alfredo Lamy & PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *Direito das Companhias*, vol 1, 1ª ed, Forense, Rio de Janeiro, 2009.

MAROTE, Carla Lobo Olim. *Participação dos empregados no capital da empresa: opção de compra de ações*. Dissertação de Mestrado, USP, São Paulo, 2003.

MARQUES, Fabrício. *Risco Premiado*. in Pesquisa FAPESP. Edição impressa 154, Dezembro 2008. Disponível em <http://www.revistapesquisa2.fapesp.br/?art=3707&bd=1&pg=1&lg=> . Acesso em 26 jun 2012.

MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas : artigo por artigo / atualizador Roberto Papini ; colaborador David Gonçalves de Andrade Silva --* Rio de Janeiro : Forense, 2010.

MCCAHERY, Joseph A & VERMEULEN, Erick P. M. *Limited Partnership Reform in the United Kingdom: A Comparative, Venture Capital Oriented Business Form*. Tilburg Law and Economics Center Discussion Paper No. 2004-024, p. 31. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=664166> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.664166>. Acesso em 21 ago 2012.

MEHTA, Vijay. *Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital* . Wharton Research Scholars Journal. University of Pennsylvania, 2004.

MENDONÇA, Maurício. *Políticas públicas de inovação no Brasil: a agenda da indústria. Parcerias Estratégicas*. Brasília. n.21, 2005, p.5-32.

MESTMACKER, H. J. *Maintaining Competition*, in *International Harmonization of Competition Law*, Doordrecht-Boston-London, Martinus Nijhoff Publishers, 1974.

MILHAUPT, Curtis J. *The market for innovation in the United States and Japan: venture capital and the comparative corporate governance debate*, Northwestern University Law Review, vol. 91, no. 3, 1997.

MINISTÉRIO DA CIÊNCIA E TECNOLOGIA, *Ciência, Tecnologia e Inovação para o Desenvolvimento Nacional. Plano de Ação 2007-2010*, 2007.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa Contemporânea e Direito Societário*, 1ª ed., Editora Juarez de Oliveira, São Paulo, 2002.

NORTH, Douglass, *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge, Cambridge University Press, 1990.

OECD. *A New Economy?: The Changing Role of Innovation and Information Technology in Growth*, 2000.

OECD, *Main Science and Technology Indicators (MSTI)*, 2 edition, 2010.

OEHLER, Gregory G. *The Wider Implications of "Implicit" Contracts in Venture Capital Partnerships*, in *NYU Journal of Law & Business*, n. 489, 2005.

OLIVEIRA, José Lamartine Corrêa. *A dupla crise da pessoa jurídica*, ed. 1, Saraiva, São Paulo, 1979

PELA, Juliana Kruguer. *As Golden Shares no direito brasileiro*. 2007. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo. 2007.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Ações Preferenciais*, in Lobo, Jorge et all (coord.) *Reforma da Lei das sociedades anônimas : inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*, Rio de Janeiro: Forense, 2002.

PEREIRA, Guilherme Doring da Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. Saraiva: São Paulo, 1995.

PROENÇA, José Marcelo Martins (Org.); FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis (Org.). *Direito Societário: tipos societários*. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 1. 322 p.

PROENÇA, José Marcelo Martins (Org.) ; FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis (Org.) .

Sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva, 2007.

REQUIÃO, Rubens, *Abuso de Direito e Fraude Através da Personalidade Jurídica (Disregard Doctrine)*, in *Revista dos Tribunais*, n. 410, 1969.

\_\_\_\_\_. *Aspectos modernos de direito comercial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1977.

RODRIK, Dani. *Development strategies for the next century*. World Bank, Annual World Bank Conference on Development Economics 2001.

ROSENBERG, David. *The Two “Cycles” of Venture Capital*, 28 *J. Corp. L.* 419, 420, 2003.

ROSENBERG, David. *Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract*, *Columbia Business Law Review*, n. 363, 2002.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Exercício do poder de administração na sociedade anônima*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo 2009.

SAHLMAN, William A. *The Structure and Governance of Venture-Capital Organization*, in *Journal of Financial Economics*, no. 27, North-Holland, 1990.

SALOMÃO FILHO, *O Novo Direito Societário*, 4ª ed., São Paulo, Malheiros, 2011.

SCHAPIRO, Mario Gomes, *Banco de Desenvolvimento, Regulação e Auto-Regulação: complementaridade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco*, 2010, disponível em [http://www.direitogv.com.br/subportais/BANCO\\_DE\\_DESENVOLVIMENTO\\_regulacao\\_autoregulacao.pdf](http://www.direitogv.com.br/subportais/BANCO_DE_DESENVOLVIMENTO_regulacao_autoregulacao.pdf) (acesso em 17/04/2011).

SCHAPIRO, Mario Gomes. *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, São Paulo. 2009.

SCHUMPETER, Joseph Alois. *Teoria do desenvolvimento econômico: uma pesquisa*

*sobre lucros, capital, crédito, juros e ciclo econômico*. Trad. por Laura Schalaepfer, Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961.

SIBBITT, Eric C. *Law, Venture Capital, and Entrepreneurism in Japan: a microeconomic perspective on the impact of law on the generation and finance of venture business*, Connecticut Journal of International Law, n. 61, 1999.

SMITH, Gordon. *Venture Capital Contracting in the Information Age*, in *The Journal of Small and Emerging Business Law*, no. 133, Northwestern School of Law, 1998, pp. 134 – 175.

SOETE Luc; VERSPAGEN, Bart; & WEEL, Baster. *Systems of Innovation*. Working Paper Series #2009-062. Maastricht: UNU-Merit, 2009.

STALLINGS, Barbara & STUDART, Rogerio. *Finance for Development: Latin America*, in *Comparative Perspective*, Brookings Institution Press and Economic Commission for Latin America Caribbean, 2006.

TOLEDO, Paulo F. C. Salles de, *As Sociedades Limitadas Podem ter Conselho de Administração?*, in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de & AZEVEDO, Luis André N. de Moura (coord.), *Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais*, Quartier Latin do Brasil, São Paulo, 2010

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O conselho de administração na sociedade anônima brasileira: propostas para sua melhor utilização*, Doutorado, USP, São Paulo, 1993.

TRUBEK, David, “Law and Development in a time of multiple visions: the challenge of Law in the New Developmental State”

TRUBEK, David, SANTOS, Alvaro, “Introduction: The Third Moment in Law and Development Theory and the Emergence of a New Critical Practice”. *The New Law and Development – a Critical Appraisal*, New York, 2006, Cambridge University Press, pp. 1-18.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*, vol. 3, 1ª ed., Malheiros Editores, São Paulo, 2008; vol. 2, 1ª ed, Malheiros, São Paulo, 2006;

WILLIAMSON, Oliver. *The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*, London : Collier Macmillan, 1985.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, 2ª ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

YAZBEK, Otavio. *As companhias abertas – sua caracterização, as vantagens e desvantagens da abertura de capital*, in FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis & PROENÇA, José Marcelo Martins (Coord.), *Sociedades Anônimas*, 2ª ed., Saraiva, São Paulo, 2011.