

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

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 purposes 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

INTRODUÇÃO	10
I. A IMPORTÂNCIA DO VENTURE CAPITAL COMO MEIO DE FINANCIAMENTO DE INOVAÇÕES NO BRASIL	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
II. VENTURE CAPITAL: ESTRUTURAS E RISCOS DE AGÊNCIA	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 constrições reputacionais	73
III. TRATAMENTO DAS OPERAÇÕES DE VENTURE CAPITAL À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO	75
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
IV. CONCLUSÃO.....	118
REFERÊNCIAS	122

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 conhecimento¹. Mesmo países como Brasil, China e Rússia, apresentam percentuais relevantes em relação ao PIB destinados para o incentivo a inovações².

Muito mais do que ligados ao potencial de ganhos de mercado, inovações são relacionadas a aumento de bem estar, melhores salários, e maiores faturamentos³. É nítida

¹ 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. Acesso em 22 jan 2013.

³ 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. 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)”.⁴

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

⁴ 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.”⁵

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 inovações⁶. 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,

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

⁶ 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. 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-regulatório⁷. 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*⁸, 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

⁷ 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 U\$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.

⁸ 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 agendas⁹.

As instituições, ou as regras do jogo, conforme apontado por NORTH (1990)¹⁰, constituem fator essencial para o desempenho econômico das nações. Neste sentido, ainda, RODRIK (2001)¹¹ 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”¹²

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 faces¹³:

⁹ 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.

¹⁰ 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).

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

¹² Idem, p. 33 e 34.

¹³ 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 medida 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 Unido¹⁴, 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 enraizadas¹⁵ 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

¹⁴ 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.

¹⁵ 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.

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's³³³, ou que pertencesse a grupo de sociedades com faturamento de 60 milhões de URV's³³⁴. 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 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.

³³³ Hoje a legislação estabelece R\$150 milhões.

³³⁴ Hoje a legislação estabelece R\$300 milhões.

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^a 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. 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 (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.