

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA**

**CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS**

**CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO**

**FERNANDA NONES**

**ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO NOS INVESTIMENTOS *VENTURE*  
*CAPITAL* PARA *STARTUPS*: UMA ANÁLISE JURÍDICA DOS MECANISMOS  
CONTRATUAIS DE REDUÇÃO DE RISCO**

**FLORIANÓPOLIS - SC**

**2017**

**FERNANDA NONES**

**ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO NOS INVESTIMENTOS *VENTURE*  
*CAPITAL PARA STARTUPS*: UMA ANÁLISE JURÍDICA DOS MECANISMOS  
CONTRATUAIS DE REDUÇÃO DE RISCO**

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado à banca examinadora da  
Universidade Federal de Santa Catarina  
como requisito parcial à obtenção do  
grau de bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Guilherme  
Henrique Lima Reinig

Florianópolis - SC

2017

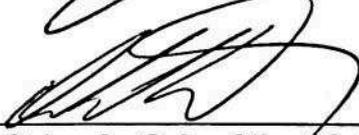
UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS  
COLEGIADO DO CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

TERMO DE APROVAÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado “Assimetria de Informação nos investimentos Venture Capital para Startups: uma análise jurídica dos mecanismos contratuais de redução de risco”, elaborado pela acadêmica “**Fernanda Nones**”, defendido em **07/12/2017** e aprovado pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota 10,0 ( DEZ ), cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

Florianópolis, 06 de dezembro de 2017

  
\_\_\_\_\_  
**Guilherme Henrique Lima Reinig**  
Professor Orientador

  
\_\_\_\_\_  
**Orlando Celso Silva Neto**  
Membro de Banca

  
\_\_\_\_\_  
**Leandro Antonio Godoy Oliveira**  
Membro de Banca

Àqueles que deram tudo de si para que eu chegasse até aqui: meus pais.

## RESUMO

A presente monografia tem como finalidade o estudo dos mecanismos contratuais e o papel que representam para reduzir a assimetria informacional existente no feixe de contratos que consubstancia as operações de *Venture Capital*, com o foco da análise voltado ao ecossistema das *Startups*. Primeiramente, busca-se traçar um paralelo entre a Teoria da Agência e as negociações de contratos financeiros. Em um segundo momento, o trabalho discorre sobre aspectos históricos do investimento de capital de risco, o processo de investimento, a regulamentação do instituto no Direito brasileiro, e as particularidades do papel fomentador e profissionalizante que o mercado de *Venture Capital* desempenha no universo das *Startups*. Por fim, o estudo discorre sobre as características dos principais instrumentos contratuais utilizados nestas operações, seguido de uma análise, não exaustiva, das provisões contratuais de maior relevância na doutrina estrangeira para a mitigação da seleção adversa e do risco moral nos contratos de investimento. A pesquisa objetiva comprovar a importância da compreensão dos mecanismos contratuais para garantir segurança às partes no processo de investimento.

Palavras-chave: Venture Capital, Startups, investimento, capital de risco, contratos, Teoria da Agência, assimetria de informação, seleção adversa, risco moral.

## **ABSTRACT**

This research aims to study the role played by contractual mechanisms on reducing information asymmetries existing in Venture Capital contracts, focusing mainly on Startups firms. At first, we draw a parallel between Agency Theory and the negotiation of financial contracts, followed by an analysis of Venture Capital's history and evolution, the investment process, its regulation in Brazil's legal system and the role this type of finance plays on developing the ecosystem of Startups. This paper focuses on the characteristics of the set of contracts used in these operations, followed by a non-exhaustive analysis of the contractual provisions of greater relevance in the foreign doctrine for mitigating the adverse selection and moral hazard on investment contracts. The study, therefore, aims to prove the importance of understanding the contractual mechanisms to mitigate agency risks in the investment process.

**Keywords:** Venture Capital, Startups, investment, financial contracting, Agency Theory, information asymmetry, adverse selection, moral hazard.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b>	<b>9</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b>	<b>12</b>
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA	14
2.2 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO NO PROCESSO DE INVESTIMENTO	17
2.2.1 Seleção Adversa	19
2.2.2 Risco Moral	20
2.3 A REDUÇÃO DE RISCO NOS CONFLITOS DE AGÊNCIA	22
<b>3 INVESTIMENTOS VENTURE CAPITAL</b>	<b>26</b>
3.1 VISÃO GERAL SOBRE VENTURE CAPITAL	26
3.1.1 Conceito	28
3.2.2 Estágios do investimento Venture Capital	31
3.2 A EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL	33
3.3 FINANCIAMENTOS VENTURE CAPITAL EM STARTUPS	36
3.3.1 Conceito de Startup	36
3.3.2 Startup Law no sistema jurídico brasileiro	37
3.3.3 A Indústria de Venture Capital para Startups	39
<b>4 ASPECTOS CONTRATUAIS DO PROCESSO DE INVESTIMENTO</b>	<b>42</b>
4.1 ESTRUTURAS CONTRATUAIS UTILIZADAS EM VENTURE CAPITAL	48
4.1.1 Memorando de Entendimento (Term Sheet)	48
4.1.2 Acordo de Acionistas	49
4.1.3 Contrato de Subscrição (ou Compra e Venda) de Ações	50
4.1.4 Estatuto Social	52
4.2 PRINCIPAIS PROVISÕES CONTRATUAIS PARA REDUÇÃO DE RISCOS	53

4.2.1 Mecanismos para a mitigação da Seleção Adversa	54
4.2.1.1 Utilização de instrumentos preferenciais conversíveis	54
4.2.1.2 Declarações e Garantias	57
4.2.2 Mecanismos para a mitigação do Risco Moral	58
4.2.2.1 Estipulação de práticas de Governança Corporativa	58
4.2.2.2 Escalonamento dos aportes de capital	61
4.2.2.3 Remuneração através de incentivos	62
4.2.2.4 Disposições sobre a saída no investimento	64
<b>5 CONCLUSÃO</b>	<b>67</b>
<b>6 REFERÊNCIAS</b>	<b>71</b>



## 1 INTRODUÇÃO

Empreendedores desenvolvem produtos e ideias que, frequentemente, precisam de capital seu estágio inicial, para viabilizar a sua criação e formação. Destes, muitos não possuem recursos suficientes para arcar com os custos de projetos por conta própria e precisam buscar financiamento externo. O acesso limitado ao capital varia a depender de fatores como o tamanho, grau de desenvolvimento e perspectivas de crescimento do empreendimento. Isso, por vezes, a depender das características do empreendimento, pode acarretar obstáculos praticamente intransponíveis para a consolidação de novos negócios.

A escassez e dificuldade na obtenção de financiamento apresenta-se como um dos principais fatores limitantes ao crescimento das empresas, mormente, as empresas nascentes de pequeno porte, que ainda não possuem fluxo de caixa positivo. É o caso das *Startups*, fenômeno organizacional que compreende o estágio de desenvolvimento inicial de uma organização, caracterizadas por operarem em condições de extrema incerteza – técnica, mercadológica e jurídica – , pela ausência de processos internos, baixos custos e escalabilidade.

No Brasil, o estudo de questões jurídicas referentes às *Startups* ainda é algo consideravelmente novo, tendo em vista as inúmeras particularidades que diferenciam estas organizações de empresas tradicionais. O ordenamento jurídico brasileiro não é familiarizado ao peculiar universo das *Startups* e poucas são as produções acadêmicas em nível nacional que abordam, de forma aprofundada, questões jurídico-legais a respeito deste modelo organizacional.

A falta de regulamentação jurídica apta a abarcar as necessidades desse fenômeno, somada ao alto grau de incerteza dessas organizações, são fatores decisivos e limitantes para o recebimento de aporte de capital externo. Apesar da existência de diversas alternativas de financiamento, a obtenção de empréstimos junto a instituições bancárias e demais métodos tradicionais de financiamento é consideravelmente limitada para o contexto que envolve o nascimento das *Startups*. Neste cenário, uma alternativa

de financiamento para este modelo permeado de altos riscos e incertezas, são os investimentos *Venture Capital*.

*Venture Capital* (Capital de Risco, ou Capital Empreendedor) é o investimento de risco consubstanciado, na maior parte das vezes, através da compra de participação em empresas de capital fechado, em sua maioria, empresas em estágio inicial pertencentes aos mais diversos segmentos. O aporte de capital de risco é, contudo, mais comum para empresas de base tecnológica, cujas elevadas perspectivas de retorno financeiro são mais atrativas aos olhos dos investidores. Este formato de investimento é particularmente relevante para atender às necessidades das pequenas e escaláveis empresas, tanto pelo financiamento em si, quanto por oferecer suporte gerencial e estratégico ao longo das fases de desenvolvimento do negócio.

O estabelecimento do mercado de *Venture Capital* em um país, contudo, depende de um ambiente legislativo favorável, com disposições claras, incentivos financeiros, e mecanismos que garantam a segurança dos investimentos. Tendo em vista a alta complexidade dos contratos de capital de risco, a utilização de provisões contratuais efetivas para a redução de risco do investimento e de assimetrias informacionais.

Considera-se a existência de informação assimétrica nas situações em que o empreendedor deixa de compartilhar informação relevante necessária para a negociação com o investidor<sup>1</sup>, impossibilitando a análise dos termos do contrato de maneira completa e eficaz, dando margem à comportamentos oportunistas. Esta insuficiência informacional é um impeditivo à boa execução do contrato, podendo dar origem a dois diferentes conflitos de agência<sup>2</sup>: a seleção adversa, que é a não efetivação de relações

---

<sup>1</sup> Reconhece-se o complexo e amplo ecossistema da Indústria de *Venture Capital*, composto, mas não limitado à, quatro principais participantes: organizações gestoras, investidores, veículos de investimentos, e empresas em portfólio. Para o presente estudo, cujo objetivo é analisar a relação contratual entre principal e agente, a figura descrita como o "principal", "investidor", ou "*Venture Capitalist*" representará, de modo geral, qualquer pessoa, ou organização gestora que atua através do fornecimento de recursos para desenvolver o projeto e que toma parte nas tratativas da operação.

<sup>2</sup> Conflitos de agência ocorrem quando há divergência de interesses entre principal e agente, onde um tenta tirar vantagens do outro de uma mesma situação, já que as partes podem agir motivadas exclusivamente por seus próprios interesses. A dimensão desses conflitos varia de acordo com a assimetria de informação existente entre as partes, a pessoa que detiver maior número de informações acaba possuindo melhores condições para agir em interesse próprio.

econômicas socialmente desejáveis, ou o problema do risco moral, em que ocorrem práticas indesejáveis que estão em desacordo com os termos negociados pelas partes (ZYLBERSZTAJN, 2005, p. 104).

Discute-se, no presente trabalho, o problema da eficácia na utilização de mecanismos contratuais para mitigar os conflitos de agência gerados em decorrência da assimetria de informação. Objetiva-se, assim, compreender se o Direito brasileiro dispõe ou aceita a importação de mecanismos capazes de diminuir a assimetria informacional existente entre empresário e investidor. A análise, contudo, não possui intuito de esgotar todas as possíveis alternativas contratuais existentes, limitando-se ao estudo das avenças de maior relevância para a doutrina no que diz respeito à redução de conflitos de agência.

Para tanto, o estudo de teorias e doutrinadores estrangeiros foi de fundamental importância para embasar o presente trabalho, pois o nível de consolidação que a Indústria de *Venture Capital* possui em países como Estados Unidos, Canadá e inúmeros países europeus, deu espaço para vastas produções acadêmicas com maiores aprofundamentos sobre a matéria, quando equiparado ao Brasil, em que o mercado de capital de risco ainda está em fase de consolidação. Neste cenário, buscou-se extrair do Direito estrangeiro lições de relevância prática sobre o tema, para assim, averiguar a viabilidade de aplicá-las à realidade jurídica brasileira.

A presente pesquisa busca, portanto, à luz da Teoria da Agência, compreender os riscos enfrentados no processo de investimento e analisar quais as mais relevantes provisões contratuais aptas a reduzir assimetrias informacionais inerentes à operação. Com isso, busca-se contribuir para o debate à respeito da redução de risco nas operações de investimento, além de enfatizar a necessidade que o Direito possui de acompanhar e se adequar ao dinamismo destes fenômenos.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

O movimento da Análise Econômica do Direito (AED), ou *Law and Economics*, desenvolvido nos Estados Unidos, pela Escola de Chicago, consiste na aplicação de métodos da teoria econômica ao âmbito jurídico. Com o objetivo de promover a integração entre a ciência jurídica e a ciência econômica, propõe uma releitura do ordenamento e das instituições jurídicas à luz de aspectos econômicos e seus impactos no Direito.

O que Salama (2008, p. 9) conceitua como “um corpo teórico fundado na aplicação da Economia às normas e instituições jurídico-políticas”, nada mais é do que a busca por uma disciplina capaz de unir o objetivo maior dos economistas, a eficiência, com o tema que norteia os o mundo jurídico, a justiça.

Através da AED, a notável diferença entre o mundo do economista, que aprofunda-se em estudos sobre vida econômica, e o mundo do advogado, que pretende alcançar a justiça como elemento regulador da conduta humana, é que ambas as disciplinas encontram seu ponto de intersecção, ao rejeitar a noção de realidade jurídica como algo autônomo em relação às demais ciências sociais, a partir da aplicação de conceitos microeconômicos capazes de explicar as normas jurídicas e seus efeitos em termos de eficiência (ALVAREZ, 2006, p. 52). O objetivo não se limita estritamente a aspectos econômicos ou à priorização de custo-benefício nas relações jurídicas, mas sim a analisar e explicitar a lógica de quem decide, que nem sempre é consciente e se traduz nas tomadas de decisões.

Uma das principais áreas de estudos advinda da intersecção entre ambas matérias é a Análise Econômica dos Contratos. Do ponto de vista econômico, um contrato significa "uma maneira de coordenar as transações, provendo incentivos para os agentes atuarem de maneira coordenada na produção, o que permite planejamento de longo prazo e, em especial, permitindo que agentes independentes tenham incentivos para se engajarem em esforços conjuntos de produção" (ZYLBERSZTAJN, 2005, p. 101-102).

Os contratos, neste contexto, são instrumentos jurídicos que regulamentam atividades econômicas, para uma eficiente instrumentalização do acordo, não se pode deixar de levar em conta o cenário econômico que o cerca, os custos de transação, a alocação de recursos e demais aspectos econômicos a ele vinculados. Nesse sentido, ensina o jurista italiano Roppo (2001, p. 73):

“L’analisi economica del diritto pressupone che il contratto sia la veste giuridica di un’operazione economica, o economicamente valutabile. Da questa medesima premessa discende un’altra conseguenza: per giudicare di una lite su un singolo contratto, ‘e necessario cogliere l’operazione economica che questo sottende. Solo rappresentandosi con chiarezza e precisione i termini dell’operazione economica che le parti volevano realizzare (quella che si usa chiamare ‘economia del contratto’), possono affrontarsi consapevolmente la gran parte delle questioni rilevanti per decidere – fra i contraenti in lite – chi ha ragione e chi torto”.<sup>3</sup>

Os contratos são a base de sustentação de inúmeras relações de mercado, desempenhando papel central na organização da atividade econômica. Deste modo, a utilização do sistema jurídico para estruturar relações e atividades econômicas entre duas partes, deve, à luz da Análise Econômica do Direito, levar em consideração os impactos econômicos, a eficiência e os gastos para efetivação referentes ao disposto entre os contratantes.

O direito contratual sob o viés econômico é objeto de estudo das denominadas "teorias contratuais da firma", o conjunto teórico que busca analisar instrumentos contratuais através de aspectos econômicos, desempenhando papel fundamental na escolha e no desenho dos contratos objetivando a redução de custos. Historicamente, este conjunto teórico não recebeu muita atenção por parte do âmbito jurídico, mas foi objeto de muitos estudos na área da Economia.

---

<sup>3</sup> "A análise econômica do direito pressupõe que o contrato seja a veste jurídica de uma operação econômica ou economicamente mensurável. A partir desta mesma premissa, há outra consequência: para julgar uma disputa sobre um único contrato, é necessário compreender a operação econômica a qual está subordinado. Somente representando clara e precisamente os termos da operação econômica que as partes quiseram alcançar (o que é chamado de "economia dos contratos") é que se pode confrontar conscientemente a grande maioria das questões relevantes na decisão - entre os credores - quem tem razão e quem está errado ". (ROPPO, 2001, p. 73, tradução nossa).

Antes de serem vistos como um feixe de contratos entre o principal e o agente, as empresas eram principalmente estudadas a partir de sua função voltada para a sociedade como um todo, que é o fornecimento de produtos e serviços. Assim, as empresas eram estudadas a partir de uma perspectiva de produção (TAMMEID, 2014, p. 16-17). Durante o último século, a teoria econômica da empresa evoluiu substancialmente. As mais relevantes produções teóricas nesta área são elencadas e abordadas por Zylbersztajn (2005, p. 102), na obra *Direito e Economia*, que são: a Teoria Neoclássica, a Nova Economia Institucional, a Teoria da Análise Econômica do Direito e, por fim, a teoria que serve de pilar para o presente trabalho, a Teoria da Agência.

## 2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

A Teoria da Agência, baseada no utilitarismo econômico de Alf Ross e proposta por Jensen e Meckling em 1976, busca analisar as relações contratuais entre participantes de um sistema em que propriedade e controle são conferidos a partes distintas, quais sejam, Principal e Agente.

Os autores defendem a ideia de que a maioria das organizações são simplesmente ficções legais, que servem de base para um conjunto de relações contratuais entre indivíduos. Estes contratos, são chamados de “relações de agência”, onde um dos participantes, o Principal, empregará a pessoa do Agente, que irá realizar algum serviço ou trabalho que envolva delegação de alguma autoridade para tomada de decisão para o agente (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308-310).

Nesse paradigma, as relações de agência são instrumentos contratuais que possuem como elementos constitutivos os incentivos, dispositivos de monitoramento, vínculos e outras formas de controle social empreendidas para minimizar os "custos de agência"<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> São os custos associados ao fornecimento de incentivos adequados, incluindo os custos de monitoramento e vinculação, juntamente com todos os custos incorridos pelo principal devido ao comportamento do agente. Os custos da agência podem decorrer de muitas fontes: os custos de recrutamento, seleção adversa, incentivos, risco moral, evasão, roubo, auto-negociação, corrupção,

O agente, ao atuar em nome do principal, pode tomar ações contrárias ao interesse de sua contraparte, capazes de afetar o seu retorno financeiro. Deste desvio de finalidade na relação Principal-Agente, nascem os "conflitos de agência" (CUMMING; JOHAN, 2009, p. 44).

Os conflitos de agência ocorrem quando há incongruência de objetivos entre as partes, momento em que o agente passa a perseguir um objetivo diferente do principal, agindo motivado exclusivamente por seus próprios interesses. A problemática, neste caso, refere-se à dificuldade que o principal possui em garantir que o agente não ocultará informações de modo a agir de maneira oportunista para obter vantagem em benefício próprio.

Os autores Shleifer e Vishny (1997, p. 740-741) exemplificam a situação da seguinte forma: suponha-se que um empresário arrecada fundos de investidores para aplicá-los à sua empresa. Os investidores, por sua vez, precisam do capital humano especializado para gerar retornos em seus fundos. O empresário precisa dos fundos dos financiadores, já que ele não possui capital suficiente para investir, ou então quer retirar suas participações. Mas como os investidores podem ter a garantia de que seus recursos serão aplicados da melhor forma capaz de atender seus interesses?

A Teoria da Agência é aplicável ao modelo de investimento *Venture Capital*, mas em um contexto particularmente interessante. Na visão clássica da teoria, analisa a relação Principal-Agente em um modelo de empresa em que o investidor (principal) contribui com dinheiro, e o empresário (agente) contribui com serviços. Contudo, as relações de agência nos casos de investimentos de risco, possuem um grau muito maior de complexidade em relação às demais relações Principal-Agente.

Isso ocorre, segundo Cumming e Johan (2009, p. 44-45), porque, para uma única transação existem inúmeras relações de agência. Por exemplo: os investidores irão fornecer capital ao empresário. Neste caso, o empresário é um agente do principal e, portanto, pode agir contra os interesses do investidor. Ao mesmo tempo, contudo, os

---

monitoramento e policiamento, auto-regulação, vínculo e seguros etc. Como os diretores não podem observar o comportamento do agente, eles dependem de medidas de substituição. (MITNICK 1992, p. 79).

investidores não se limitam ao fornecimento apenas de capital para o empresário, também participam ou possuem representatividade no Conselho de Administração, fornecem assessoria estratégica, financeira, de marketing, administrativa e de recursos humanos para as empresas investidas. Por isso, o relacionamento Principal-Agente ocorre como uma via de mão dupla: tanto o empresário quanto o investidor podem desempenhar o papel de principal ou agente, a depender da situação fática concreta.

O mesmo é abordado por Smith (1998, p. 2), em seu artigo que analisa os contratos de *Venture Capital* na era da informação. O autor aborda os três principais riscos que o empreendedor pode enfrentar ao buscar financiamento: Primeiro, os investidores podem prometer realizar serviços de valor agregado, mas simplesmente não o fazem, e esquivam-se da obrigação. Em segundo lugar, investidores prometem realizar serviços de valor agregado, mas em alguns casos tentam renegociar essa promessa em momento posterior, quando o empreendedor estiver com o poder de barganha reduzido. Este é um clássico exemplo de oportunismo. Em terceiro lugar, investidores prometem realizar serviços de valor agregado, mas não conseguem cumprir os padrões do empreendedor.

O aumento da complexidade que a relação Empresário-Investidor ganhou ao longo dos anos, sugere um olhar diferente sobre estas relações de agência, para que os contratos levem em consideração não apenas mecanismos para a proteção do principal, mas também os mecanismos capazes de inibir potenciais conflitos de agência para o empreendedor.

A dimensão dos conflitos de agência varia de acordo com o nível de assimetria de informação existente entre as partes. Isto é, o agente, ao firmar o contrato com o principal, o faz sob condições de informação incompleta e assimétrica, ocultando informações relevantes para a transação, sem o conhecimento de sua contraparte, de modo que a informação ocultada irá afetar o poder de decisão do principal, acarretando possíveis consequências financeiras.



## 2.2 A ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO NO PROCESSO DE INVESTIMENTO

Assimetrias informacionais, como visto, ocorrem em situações em que o agente deixa de compartilhar informação relevante necessária para a negociação com o principal, impossibilitando a análise dos termos do contrato de maneira completa e eficaz, beneficiando o primeiro em detrimento do segundo.

Independente da natureza da transação, as partes nunca possuem completa certeza se os termos acordados serão, de fato, cumpridos. Nesse contexto, a informação apresenta-se como aspecto imprescindível para a elaboração de contratos seguros, com regras claras e mais completas possível, a fim de possibilitar a tomada de decisões estratégicas e inibir riscos gerados pela divergência de interesses. (CATEB; GALLO, 2007, p. 3).

Akerlof, economista estadunidense vencedor do Prêmio Nobel de Economia por seu artigo "*The Market for Lemons*", examina como a qualidade de bens negociados no mercado pode sofrer degradação ante a assimetria de informação entre compradores e vendedores, utilizando o exemplo do mercado de carros. O autor propõe, à título de simplificação, a suposição de que existem apenas quatro tipos de carros. Dentre estes, existirão os carros bons e os carros ruins. A gíria americana "*lemons*", no caso, é utilizada para designar os carros ruins, que apresentam defeitos apenas após o momento da compra, mas que são vendidos como se não os possuíssem. Neste cenário, explica que:

The individuals in this market buy a new automobile without knowing whether the car they buy will be good or a lemon. But they do know that with probability  $q$  it is a good car and with probability  $(1-q)$  it is a lemon; by assumption,  $q$  is the proportion of good cars produced and  $(1-q)$  is *the proportion of lemons*.

*After owning a specific car, however, for a length of time, the car owner can form a good idea of the quality of this machine; i.e., the owner assigns a new probability to the event that his car is a lemon. This estimate is more accurate than the original estimate. An asymmetry in available information has developed: for the sellers now have more knowledge about the quality of a car than the buyers. But good can and bad cars must still sell*

*at the same price - since it is impossible for a buyer to tell the difference between a good car and a bad car. It is apparent that a used car cannot have the same valuation as a new car -if it did have the same valuation, it would clearly be advantageous to trade a lemon at the price of new car, and buy another new car, at a higher probability  $q$  of being good and a lower probability of being bad. Thus the owner of a good machine must be locked in. Not only is it true that he cannot receive the true value of his car, but he cannot even obtain the expected value of a new car.*<sup>5</sup>

Nestes casos, portanto, os compradores inicialmente não podem distinguir um produto superior de um inferior. Isso cria uma situação vantajosa para o vendedor desonesto que, ao possuir mais informações sobre o produto do que o comprador, tem a oportunidade de "enganar" o mercado vendendo produtos inferiores pelo preço de produtos superiores, o que resulta em um problema significativo para o comprador.

A falta de uma perfeita troca de informações e suas consequências também são comumente observadas nos negócios de *Venture Capital*, que apresentam como um de seus principais riscos a não existência de incentivos contratuais suficientes para o compartilhamento e revelação de dados entre principal e agente (SILVA, 2014, p. 41).

Um dos primeiros autores a analisar os financiamentos de risco sob à ótica de assimetrias informacionais foi Sahlman (1990, p. 506-514), que propõe uma série de mecanismos para mitigar os problemas de agência comumente gerados pelo diferente grau de acesso à informação entre as partes e seus efeitos. Defende que os desafios nesta área tornam necessária a evolução de procedimentos, mecanismos e contratos, para

---

<sup>5</sup> Os indivíduos neste mercado compram um novo automóvel sem saber se o carro que compram será bom ou um ruim. Mas eles sabem que com probabilidade " $q$ " é um bom carro e com probabilidade  $(1-q)$  é um carro ruim; por suposição, " $q$ " é a proporção de bons carros produzidos e  $(1-q)$  é a proporção de carros ruins. Depois de possuir um carro específico, no entanto, por um longo período de tempo, o proprietário do carro pode formar uma ideia da qualidade desta máquina; ou seja, o proprietário atribui uma nova probabilidade ao evento de que seu carro é um carro ruim. Essa estimativa é mais precisa do que a estimativa original. Foi desenvolvida uma assimetria em relação à informação disponível: os vendedores agora têm mais conhecimento sobre a qualidade de um carro do que os compradores. Mas os carros bons e os ruins ainda devem vender ao mesmo preço – já que é impossível que um comprador diga a diferença entre um carro bom e um carro ruim. É evidente que um carro usado não pode ter a mesma avaliação que um carro novo – se tivesse a tivesse, seria claramente vantajoso trocar um carro ruim pelo preço do carro novo e comprar outro carro novo, em um nível superior probabilidade " $q$ " de ser um bom carro e menor probabilidade de ser ruim. Assim, o proprietário de uma boa máquina deve ser bloqueado. Não só é verdade que ele não pode receber o verdadeiro valor de seu carro, mas ele não pode nem obter o valor esperado de um carro novo (AKERLOF, 1970, p. 489, tradução nossa).

alinhar intenções e habilidades das partes e ao mesmo tempo trabalhar questões referentes ao capital e aos custos.

A insuficiência de informações nas relações de agência é um evidente impeditivo à boa execução do contrato e ao esforço das partes em cumprir o que foi estipulado. Tais assimetrias pode dar origem a dois diferentes conflitos de agência: a seleção adversa, que é a não efetivação de relações econômicas socialmente desejáveis, ou o problema do risco moral, em que ocorrem práticas indesejáveis que estão em desacordo com os termos negociados pelas partes (ZYLBERSZTAJN, 2005, p. 104).

### **2.2.1 Seleção Adversa**

O conflito de agência da seleção adversa surge no momento pré-contratual (*ex ante*) em decorrência da dificuldade que o investidor possui em avaliar por completo as características do potencial investimento e as habilidades do empresário, aumentando os riscos e as chances de erro na escolha da empresa que irá investir por conta da falta de conhecimento de todas as informações essenciais sobre as competências do empresário e sobre o negócio.

Alguns processos de investimento possuem maiores riscos de agência do que outros. Na indústria de *Venture Capital*, a seleção adversa é normalmente associada ao nível de desenvolvimento da empresa investida. No caso de empresas em estágio inicial com um alto grau de incerteza, a falta de referências sobre a ideia inovadora e os métodos utilizados para desenvolvê-la aumentam consideravelmente os riscos de seleção adversa, possuindo maiores chances de problemas informacionais quando comparadas a investimentos em empresas com um maior grau de maturidade. (CUMMING, 2012, p. 629).

Como o empreendedor é quem detém maiores informações e especificidades sobre seu negócio, o investidor pode, no processo de pré-investimento, ter sua possibilidade de contratação justa reduzida de duas maneiras: quando decide investir em um negócio inviável, efetuando uma incorreta alocação de seus recursos, ou quando

deixa de investir em negócio viável, perdendo uma oportunidade de investimento (SILVA, 2014, p. 42-43).

Destaca-se a existência de produções acadêmicas que abordam a seleção adversa sob a ótica "*double-sided*", casos de maior complexidade prática, em que as assimetrias são vistas como uma via de mão dupla, onde não apenas o empreendedor possui informações superiores sobre o investimento, mas o investidor também oculta informações próprias (HOUBEN, 2002, p. 2).

À título de exemplo, em uma relação de capital de risco, o problema de seleção adversa, do ponto de vista do empreendedor, concentra-se em torno da capacidade do investidor em fornecer contribuições não financeiras para a empresa, vez que, a partir do momento que o investimento for concretizado, inexistem técnicas de monitoramento capazes de corrigir a incompetência do investidor e, uma vez que a incompetência for revelada, a solução é substituí-lo. (SMITH, 1998, p. 143).

### **2.2.2 Risco Moral**

O risco moral, por sua vez, é o conflito de agência que se manifesta no momento posterior à assinatura do contrato (*ex post*) em que o agente, de maneira oportunista, irá agir de maneira diversa àquela contratualmente determinada.

Jensen e Meckling, no prelúdio do artigo que discorrem sobre a Teoria da Empresa, citam a descrição de Adam Smith sobre o risco moral:

"The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must

always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company." (SMITH, 1976, apud JENSEN; MECKLING, 1976, p. 1).<sup>6</sup>

Nesse sentido, o risco moral surge no cenário em que o agente passa a, intencionalmente, atuar de maneira auto-interessada, sem levar em consideração aquilo que foi acordado com o principal. Isso se dá através de duas diferentes formas: quando o agente se vale de informações não observáveis pelo principal, ou quando executa ações não observáveis pelo principal.

Como visto, empresas em estágio inicial estão expostas a maiores riscos de seleção adversa. Em contrapartida, a potencial ocorrência de risco moral aumenta com o desenvolvimento da empresa, tendo maior propensão de ocorrer em negócios que possuem um maior grau de maturidade. Com o crescimento do empreendimento, o empresário possuirá maiores recursos sob seu controle além de crescente confiança em face da obtenção de maiores informações substanciais sobre o negócio, o que forma um cenário propício para que a divergência de interesses o faça agir em benefício próprio. (BELLAVITIS, 2017, p. 7).

Buchardt (2016, p. 4), elenca os diferentes tipos de risco moral que podem advir do papel do empreendedor como agente: a) a falta de vontade por parte do empreendedor de maximizar esforços para gerar valor após o início do investimento; b) o potencial de extrair vantagens por possuir mais informações sobre questões internas de qualidade/habilidade; c) obter vantagem ao ameaçar sair quando o capital humano é particularmente valioso para a empresa; d) estar no controle do projeto sem perspectivas de intervenção em caso de desacordo com os investidores.

Destaca-se que, assim como na seleção adversa, os conflitos de risco moral também podem ser considerados "*double-sided*", a depender da situação. Quando uma das partes passa a antecipar o comportamento de sua contraparte e ambas passam a agir

---

<sup>6</sup> "Os diretores de tais empresas [sociedades por ações], no entanto, por serem os gerentes do dinheiro de outras pessoas ao invés de seus próprios recursos, não pode ser esperar que eles o vigiem com a mesma atenta vigilância com a qual os sócios em um empresa privada vigiam os seus. Como os mordomos de um homem rico, eles são capazes de considerar a atenção para pequenos assuntos pela honra de seu mestre, e muito facilmente se dispensam de tê-la. A negligência e a profusão, portanto, sempre devem prevalecer, mais ou menos, na gestão dos assuntos de tal empresa."

de maneira oportunista, nenhuma relação contratual permanecerá em equilíbrio. GÜRTLER; KRÄKEL, 2007, p. 3).

Inderst e Müller (2002, p. 3), sintetizam os trabalhos de Lerner (1995), Hellmann e Puri (2001), e Kaplan e Strömberg (2001), que abordam os contratos de capital de risco como um problema de risco moral de dois lados. Isso porque, os investidores que monitoram o progresso da empresa, dão conselhos, proporcionam aos empresários acesso a consultores, banqueiros de investimento e advogados, podem usar desta posição de privilégio para atuar de forma oportunista.

Para o empreendedor, o risco de maior relevância é o oportunismo, que pode assumir diversas formas. Por exemplo, nos casos em que o investidor tenta renegociar o contrato de trabalho do empreendedor para forçar o empreendedor do negócio, quando este está com um poder de barganha reduzido. Outra forma de oportunismo refere-se à decisão de vender a empresa. Investidores geralmente possuem uma gama de estratégias de saída. Em que pese a escolha dos mecanismos de saída variarem de contrato para contrato, investidores muitas vezes têm controle significativo sobre as estratégias de saída e podem tomar decisões contrárias aos interesses do empreendedor, se este não dispor de seguranças semelhantes (SMITH, 1998, p. 141-143).

### 2.3 A REDUÇÃO DE RISCO NOS CONFLITOS DE AGÊNCIA

A literatura traz duas diferentes abordagens teóricas para a redução de problemas de agências em uma empresa. Ambas defendem e estudam métodos para a redução de risco, diferindo apenas quanto à ênfase que é colocada em cada etapa do processo de investimento.

A primeira, que é o foco de estudo e detalhamento no presente trabalho, consiste na clássica abordagem principal-agente, que é voltada para a otimização de contratos e mecanismos para aprimorar as relações *ex ante*, ou seja, as relações que compreendem o conjunto de atos e procedimentos que antecedem ao investimento. Esta

corrente é baseada no pressuposto de que, tanto o principal, quanto o agente são capazes de se defenderem e definirem regras no momento *ex ante*.

No caso, esta abordagem busca, através do desenho de contratos eficientes e da utilização de mecanismos contratuais *ex ante*, mitigar os possíveis problemas de agência que podem surgir, de modo a incentivar a criação de um sistema de incentivos capaz de alinhar os interesses de ambas as partes (TAMMEAID, 2014, p. 20).

A segunda abordagem parte do princípio da incompletude contratual. Pondera-se que, como não é possível desenhar um contrato completo capaz de prever todas as futuras contingências, deve-se investir na alocação de controle *ex-post* para combater os problemas de agência (VAN OSNABRUGGE, 2011, p. 4). Assim, esta corrente entende que, com um contrato *ex-ante*, é impossível regular completamente toda a relação jurídica, sob o argumento de que todos os assuntos relevantes não podem ser previstos e entendidos no momento da estruturação dos instrumentos contratuais. Portanto, para mitigar os riscos que esses contratos representam às partes, é importante que o empresário tenha a possibilidade fazer uso de mecanismos *ex post* para lidar com tais preocupações.

Destes estudos, surgiram inúmeros mecanismos contratuais e não-contratuais que as partes podem utilizar, a fim de gerenciar riscos e maximizar o retorno do investimento, de acordo com as diferentes etapas do processo. Kaplan (2001, p. 2), elenca três principais métodos para minimizar os conflitos de agência: a estruturação de contratos financeiros seguros, a avaliação pré-investimento (*screening*, na ciência econômica, ou *due dilligence*, nomenclatura utilizada na ciência jurídica) e o monitoramento pós-investimento. As duas primeiras são mais estudadas pelo viés clássico da Teoria da Agência, enquanto que a segunda é objeto de estudo da corrente que trata da incompletude dos contratos.

Os três mecanismos estão intimamente correlacionados e são imprescindíveis para o sucesso da operação. Na fase de pré-investimento, é de suma importância para mitigar os riscos de seleção adversa a realização de *due dilligence*, um conjunto de procedimentos de diligência financeira e operacional para investigar a capacidade do empreendedor em executar o projeto, bem como as especificidades e características do

negócio, objetivando sempre que todas as informações da empresa sejam apresentadas pelos empreendedores.

Destaca-se, no processo de *due dilligence*, a auditoria jurídica, que analisa todos os possíveis aspectos jurídicos do empreendimento relevantes à avaliação da viabilidade do investimento. Rebelo (2013, p. 134) destaca a importância de se ter um procedimento sistematizado para que nenhuma informação relevante fique de fora, de modo a diminuir o risco no investimento e a chance de erros no procedimento.

Um dos problemas enfrentados pelos negócios de *Venture Capital* nos investimentos em empresas de estágio inicial é a falta de referências sobre a ideia inovadora e os métodos utilizados para desenvolvê-la, o que, em muitos casos, resulta em diligências com déficits informacionais e inconclusivas (SILVA, 2014, p. 45). Nesse sentido, o empenho de esforços para realizar uma avaliação completa e realista das operações da empresa é fator chave para diminuir a assimetria informacional entre principal e agente e para reduzir os riscos de seleção adversa.

Na fase contratual, que será objeto de análise aprofundada no Capítulo 4, verificam-se quais as formas mais eficazes de alocação de direitos em ordem a facilitar monitoramento e diminuir riscos futuros. Para a redução dos referidos riscos, os contratos devem abranger uma série de eventualidades, especialmente no que diz respeito aos vários estágios de ciclo de vida do empreendimento e ao esperado grau de desenvolvimento ao longo do tempo. O objetivo da otimização dos contratos de agência é alinhar incentivos entre as partes, limitando possíveis comportamentos oportunistas e divergentes.

Conforme ensina Bocatto (2001 p. 94), a melhor forma de alinhar os interesses entre principal e agente de modo a minimizar os problemas de assimetria informacional e de aversão ao risco, é através do estabelecimento de um contrato bem elaborado, de modo a gerar melhores resultados para a empresa ao mesmo tempo que minimiza a penalidade às partes em casos de comprometimento do resultado por fatores alheios ao seu controle.



Por fim, no período que sucede à assinatura do contrato (*ex-post*), a redução dos conflitos de agência se dá através do monitoramento, momento em que há a participação ativa do investidor para acompanhar o dia a dia do empreendimento. No processo de monitoramento, o investidor pode agregar suas competências ao negócio, trabalhando em ações para a melhoria de gestão, participando do Conselho de Administração, aprovando orçamentos e auxiliando no planejamento estratégico, por exemplo (ABVCAP, 2015, p. 21).

No mesmo sentido, Smith (1998, p. 148) defende que o envolvimento do investidor no gerenciamento da empresa serve como excelente ferramenta de monitoramento para garantir que a performance do negócio esteja de acordo com suas expectativas, pelo menos nas áreas em que estiver agindo ativamente.

### **3 INVESTIMENTOS *VENTURE CAPITAL***

#### **3.1 VISÃO GERAL SOBRE *VENTURE CAPITAL***

Todo empreendedor necessita, em algum momento, obter recursos para financiar sua ideia de produto ou serviço. O acesso limitado ao capital pode variar em decorrência de fatores como tamanho, grau de desenvolvimento e perspectivas de crescimento do negócio, o que, por vezes, impõe obstáculos praticamente intransponíveis para a consolidação de novos negócios.

Quando se fala em acesso ao crédito, existe uma série de possibilidades que o empresário pode recorrer para obter financiamento para a sua ideia. As principais fontes de origem de capital são: recursos próprios, empréstimos bancários, doações/prêmios, incentivos fiscais e aporte de capital através da venda de participações acionárias.

No caso de grandes empresas, o financiamento para a criação de um novo produto pode ocorrer com recursos próprios, através, por exemplo, do direcionamento de parte do capital para Pesquisa e Desenvolvimento (P&D). Já para pequenas empresas iniciantes, que não possuem fluxo de caixa positivo, é necessária a obtenção de capital externo para o financiamento de um novo produto. (ALBERGONI, 2006, p. 7).

Contudo, estas empresas nascentes, principalmente aquelas que têm como objetivo principal o desenvolvimento de inovações, possuem maiores desafios para alavancarem seus negócios, em decorrência do alto grau de incerteza envolvido, que dificulta a obtenção de empréstimos junto a instituições bancárias e demais métodos tradicionais de financiamento (PINTO, 1997, p. 2).

Um estudo elaborado por Luna, Moreira e Gonçalves, (2008, p. 232), com base em dados extraídos da Pesquisa de Inovação (PINTEC), realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), revela que as três principais barreiras à inovação no Brasil são: riscos econômicos excessivos, elevados custos de inovação, e escassez de fontes de financiamento.

Uma alternativa de financiamento para empresas em estágio inicial que buscam desenvolver ideia de risco e usualmente inovadora, em ambiente de grande incerteza, consiste no aporte de capital do risco na modalidade *Venture Capital* (VC).

O "capital de risco", ou "capital empreendedor", é uma forma de investimento empresarial de médio a longo prazo que consiste na troca de participações acionárias para empresas de capital fechado que, ou não possuem maturidade para acessar o mercado financeiro, ou que possuem tamanho, mas ainda não estão preparadas para a abertura de capital ao público. O processo ocorre através da atuação de um gestor profissional no negócio com objetivos de possibilitar o desenvolvimento de empresas dentro de um determinado período de tempo. Ao final deste período, o investidor efetuará a saída da empresa através de vendas a compradores estratégicos, emissão primária de ações em bolsa, venda para outro investidor, recompra pelo empreendedor entre outros (BRASIL, 2014, p. 27).

Esta modalidade de investimento alternativa é corporificada pela Indústria de *Private Equity* (PE), que segmenta-se nas modalidades de *Venture Capital* (VC) e *Buyout*. Tais modalidades diferem entre si a depender do estágio do investimento e do nível de maturidade da empresa investida, onde: a primeira aplica-se às participações acionárias em empresas em estágios iniciais e a última a empresas consolidadas e com maior nível de maturidade (ABDI, 2010, p. 75).

O ciclo de investimento de *Venture Capital*, segundo Rebelo (2013, p. 103) consiste na disponibilização de determinado valor, via de regra, através da criação de um fundo, para aplicação à empreendimentos que possuem expectativa de escalabilidade e alto crescimento. A seleção dos empreendimentos fica à cargo do gestor e administrador contratado pelo fundo. Após realizada a escolha, são definidas as condições da negociação. A forma jurídica que regula a relação de investimento é a participação societária temporária no empreendimento, que pode ser efetuada através de ações, quotas de participação, debêntures conversíveis, opções e bônus de subscrição.

Os investidores entram na sociedade em que investiram, normalmente tornando-se sócios e participando da gestão operacional, passando a controlar parte de gestão financeira da companhia. Após o término do período contratualmente estipulado,

que normalmente varia de 5 a 10 anos, ocorre o processo de desinvestimento, momento em que as participações do investidor são liquidadas e, no cenário ideal, através dos instrumentos institucionais de *Initial Public Offering* (IPO)<sup>7</sup>, fusão ou aquisição, realiza-se a saída do empreendimento e os recursos retornam aos investidores acompanhados dos lucros inicialmente almejados no processo do investimento.

### 3.1.1 Conceito

O investimento de risco, enquanto mecanismo de financiamento, existe desde o início da atividade comercial que se tem conhecimento. À título de exemplo, a viagem transatlântica de Cristóvão Colombo, financiada pela monarquia espanhola e investidores italianos, é vista no meio acadêmico como um dos primeiros investimentos *Venture Capital*, apesar de, à época, a modalidade ainda não ser descrita e entendida como tal. (FALCÃO, 2016, p. 13).

A Indústria de *Venture Capital* passou a ser melhor delineada e tomar forma nos Estados Unidos a partir da década de 1940. No cenário pós-guerra, quando o país buscava alavancar a novamente a economia, surge, em 1946, a primeira estrutura profissional de PE/VC, localizada no Massachusetts Institute of Technology (MIT) (REBELO, 2013, p. 109).

O termo *Venture Capital*, da língua inglesa, traz em sua morfologia a incorporação de seus aspectos característicos: o alto risco da atividade (*venture*), que se desenvolve através de recursos financeiros (*capital*).

*Venture Capital* é conceituado por Gompers e Lerner (2001, p. 145), como o formato de investimento que busca financiar projetos de alto risco através da compra de participação em empresas de capital fechado com expectativa de alto retorno. Estas empresas são tipicamente pequenas e nascentes, normalmente tomadas por altos níveis

---

<sup>7</sup> Oferta Pública Inicial (*Initial Public Offering*): é o evento que marca a primeira venda de ações de uma empresa no mercado de ações. Seu principal propósito para empresas novas/pequenas é levantar capital para proporcionar a expansão da empresa. Também ocorre em empresas/corporações maiores por motivos de alavancagem. (ABDI, 2010, p. 18).

de incerteza e grandes diferenças entre o que empreendedores e investidores têm conhecimento.

Cumming (2012, p. 1), por sua vez define *Venture Capital* como a modalidade de investimento fornecido para empresas em estágio inicial, inovadoras, de alto risco e que, na maioria das vezes, ainda não possuem fluxos de caixa para pagar juros sobre dívidas ou dividendos sobre o patrimônio líquido. Segundo o autor, o conceito sofreu mudanças, não só entre os diferentes países e culturas, mas também no decorrer do tempo. As diferenças são atribuídas não apenas às influências e incentivos dos ordenamentos jurídicos de cada país, como os benefícios fiscais e desburocratizações, mas também em decorrência dos diferentes sistemas legais: *Common Law* e *Civil Law*. (REBELO, p. 110).

Para empresas pequenas que buscam desenvolver ideias inovadoras, torna-se opção extremamente vantajosa ceder parte do capital social da empresa ao investidor, quando comparada às alternativas mais tradicionais de financiamento, como, por exemplo, empréstimos junto à instituições bancárias, que possuem taxas de juros elevadas, prazos curtos e outros encargos que tornam o procedimento muito oneroso para empresas jovens com pouco ou nenhum fluxo de caixa (SOUSA, 2006, p. 41).

Para estes casos, optar por *Venture Capital* traz benefícios para o empreendedor que, além de não dispor de capital próprio, não está disposto a assumir todo o risco do empreendimento. Isso porque, diferente do que ocorre em financiamentos tradicionais, quem assume o risco não é o tomador do investimento, mas sim o investidor, que irá monitorar o investimento através da ocupação de cargos estratégicos na companhia (REBELO, 2013, p. 107).

O desempenho de funções estratégicas pelo investidor é de fundamental importância para mitigar os problemas de agência decorrentes de assimetrias de informações. Isso porque os *Venture Capitalists* não se limitam ao fornecimento de capital, mas também proporcionam conhecimento em competências necessárias para o desenvolvimento do negócio, assessoria estratégica e suporte gerencial. (CUMMING, 2012, p. 628-629). O impacto desse apoio resulta na aceleração do processo de

crescimento, principalmente quando a corporação tem poucos anos de vida e ainda possui dificuldade em definir processos.

Metrick (2010, p. 3) sintetiza as cinco principais características de um *Venture Capitalist*: a) atua como intermediador financeiro, o que significa que ele coleta o capital dos investidores e investe diretamente em empresas de portfólio; b) investe apenas em empresas privadas; c) assume papel ativo no monitoramento e auxílio da empresa; d) possui como principal objetivo a maximização de seu retorno financeiro ao sair de investimentos através de uma venda ou de uma oferta pública inicial (IPO); e) investe para financiar o crescimento interno das empresas.

Nesse sentido, Kim (2008, p. 149-151) enaltece a importância do papel destes investidores, não só como uma alternativa aos formatos tradicionais de financiamento, mas também como mentores da empresa investida:

Generally, the business assets of a venture start-up company are only its' innovative technology and/or its' business model. Lack of track records in the market and traditional assets that can be used for collateral makes it hard for a venture business to be financed by risk averse debt-financing sources such as banks. Also, in the matter of financing a venture business, banks cannot efficiently overcome the following obstacles caused by the characteristics of a venture business: "high uncertainty," "information asymmetry," "intangible soft assets," and "sensitivity to volatile market conditions." To develop, commercialize, and market innovative ideas or technologies, venture businesses need a specialized form of financing, a venture capital financing, where VCs are willing and able to take and manage the intrinsic risks of the venture business. As well as financial services, venture capital provides "management assistance," "intensive monitoring," and intermediary service as a "reputational capital" to a venture business. Those non-financial services reduce the risks associated with venture capital investment through contractual mechanisms. The economic efficiency generated by venture capital cannot be created by bank loan financing. Accordingly, venture capital financing is best suitable for innovative businesses.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Geralmente, os ativos de uma start-up de risco são apenas sua tecnologia inovadora e/ou seu modelo de negócios. A falta de registros no mercado e os ativos tradicionais que podem ser usados para garantias tornam difícil que um negócio de risco seja financiado por fontes de financiamento avessas ao risco, como os bancos.<sup>39</sup> Além disso, no que se refere ao financiamento de um negócio de risco, os bancos não

Conclui-se, assim, o importante papel desempenhado pelos investidores que, ao aportarem capital em empresas que possuem como traço fundamental altos níveis de incerteza e assimetria informacional, que nem o mais completo processo de *due diligence* e os mais rebuscados mecanismos contratuais conseguem eliminar por completo, apresenta-se como um dos mais importantes instrumentos de fomento à inovação e estímulo ao crescimento econômico.

### 3.2.2 Estágios do investimento *Venture Capital*

Os estágios de investimento estão diretamente associados ao estágio da organização no ciclo de vida organizacional da empresa. Abaixo, são elencados as diferentes fases do *Venture Capital*, de acordo com a subdivisão adotada pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI):

	<p style="text-align: center;"><i>Seed Capital</i> (Capital Semente)</p>	<p>É o financiamento em estágio inicial providenciado para pesquisas, avaliação e desenvolvimento de um conceito inicial à empreendimento em fase pré-operacional, ou seja, ainda não há fluxo de caixa capaz de sustentar a ideia. Investimentos normalmente realizados por recursos de familiares/amigos, organizações gestoras e instituições especializadas em capital semente ou investidores-anjos (ABDI, 2011, p. 70-71).</p>
--	--	--

podem superar de forma eficiente os seguintes obstáculos causados pelas características de um negócio de risco: "alta incerteza", "assimetria de informação", "ativos intangíveis" e "sensibilidade a condições de mercado voláteis".<sup>40</sup> Para desenvolver e comercializar ideias inovadoras ou tecnologias, as empresas de risco precisam de uma forma especializada de financiamento, um financiamento de capital de risco, onde os VCs estejam dispostos e capazes de assumir e gerenciar os riscos intrínsecos do negócio.<sup>41</sup> Além dos serviços financeiros, o capital de risco fornece "assistência de gerenciamento" "monitoramento intensivo" e serviço intermediário como "capital de reputação"<sup>42</sup> para um empreendimento de risco. Esses serviços não financeiros reduzem os riscos associados ao investimento em capital de risco através de mecanismos contratuais.<sup>43</sup> A eficiência econômica gerada pelo capital de risco não pode ser criada pelo financiamento de empréstimos bancários.<sup>44</sup> Assim, o financiamento de capital de risco é o mais apropriado para empresas inovadoras (KIM, 2008, p. 149-151, tradução nossa):

Estágio inicial	<i>Startup</i>	Conceito do produto já testado, porém não finalizado para comercialização no mercado. Aporte de capital em estágio inicial para empresa em fase de estruturação, utilizado para continuar o desenvolvimento do produto e alavancar a criação de um grande negócio em torno do produto que está sendo investido.
Desenvolvimento	<i>Early Stage</i>	Produto ou serviço já desenvolvido e testado comercialmente. A empresa já se encontra em fase operacional e o investimento é voltado à comercialização. Usualmente, é apropriado para empresas com até quatro anos de operação e faturamento não superior à R\$ 8 milhões. Nesta fase, ainda não se vislumbra altos níveis de rentabilidade para a empresa e é onde normalmente, realiza-se o primeiro investimento “clássico” de <i>Venture Capital</i> propriamente dito.
	<i>Later Stage</i>	A empresa está em fase de comercialização do produto, mas não necessariamente já terá atingido o ponto de equilíbrio. A expansão acelerada ainda requer mais recursos do que o montante que é gerado internamente, para otimizar o produto, ampliar a comercialização e capacidade produtiva. A partir desta fase, normalmente ocorrem as segundas e terceiras rodadas de novos investimentos na empresa; (ABDI, 2010, p. 97).

Fonte: ABDI.



Os estágios de maturidade que sucedem ao *Later Stage*, última fase do *Venture Capital*, são reservados às empresas já consolidadas que buscam rápida expansão, otimização de setores fragmentados ou a obtenção de escala e produtividade, se enquadrando nos moldes do *Private Equity*.

### 3.2 A EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE *VENTURE CAPITAL* NO BRASIL

No Brasil, as primeiras atividades que deram início à Indústria de Capital de Risco, através de iniciativas governamentais, iniciaram em meados de 1970. Em 1974, o BNDES criou três subsidiárias para financiar pequenas e médias empresas através de capital de risco, a fim de apoiar o desenvolvimento do setor industrial brasileiro: a Insumos Básicos S.A., Investimentos Brasileiros S.A. e Mecânica Brasileira S.A.. Em 1982, tais empresas foram unificadas, dando lugar ao BNDES Participações S.A., que operava através de aporte de recursos com participação minoritária. (LOBO; POTENZA, 2016, p. 271).

A Brasilpar, criada em 1976 sob o conceito de um "banco de negócios", no início da década de 1980 foi capitalizada e teve sua estrutura alterada, sendo hoje notada como a primeira companhia de capital de risco brasileira de PE/VC. Em 1981, é criada a CRP – Companhia de Participações, é vista no mercado como uma das precursoras no mercado de PE/VC. Até hoje, exerce relevante papel na indústria brasileira de PE/VC, sendo considerada a mais antiga empresa de capital de risco em atividade no Brasil.

O período compreendido entre 1981 e 1994 é definido por Pavani (2003, p. 49), como uma fase de estruturação. Por se tratar de um momento marcado pela instabilidade econômica, inflação e recessão, poucas experiências foram realizadas, o que impossibilitou o crescimento da indústria de PE/VC sob tais condições.

Do ponto de vista jurídico, o marco inicial da regulamentação para o segmento adveio com o Decreto-Lei 2.287/86, com as resoluções do Banco Central n. 1.184/86, e n. 1.346/87.

Do parágrafo I da Resolução 1.184/86 extrai-se a definição de Sociedade de Capital de Risco:

I – Consideram-se de capital de risco, para os efeitos do Decreto-Lei n. 2.287, de 23.07.86, aquelas sociedades cujo objeto social exclusivo seja a aplicação de capital próprio na subscrição, integralizada em dinheiro, de ações ou quotas de pequenas e médias empresas e que satisfaçam, cumulativamente, aos seguintes requisitos:

- a) tenham somente integralização do capital social em dinheiro;
- b) sejam constituídas com prazo determinado de duração.

A partir da segunda metade da década de 1990, a Indústria de PE/VC teve um crescimento sem igual em sua história. Com a estabilidade do plano econômico e com a implantação da moeda atual, houve significativo aumento no número de fundos atuantes, inclusive norte-americanos, no número de investimentos realizados e no montante total do valor investido (REBELO, p. 110).

O marco jurídico mais importante deste período foi a regulamentação dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), pela Instrução CVM nº 209 de 25 de março de 1994. A instrução dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração destes fundos e possui grande relevância por, dentre outros fatores, dispositivos legais para dar base e incentivo aos negócios de Capital de Risco, além de viabilizar o investimento em empresas não listadas em bolsa por investidores institucionais (PAVANI, 2003, p. 54-55).

O início dos anos 2000 foi marcado pelo alto crescimento de investimentos *Venture Capital* especificamente para *Startups*, em decorrência do surgimento das empresas "pontocom"<sup>9</sup>, que passaram por um processo de consolidação e expansão no mercado. Com o estouro da bolha da internet, muitas destas empresas não sobreviveram. Assim na primeira década do milênio, os investimentos de capital de risco para *Startups* passaram um período de forte contração, marcado por baixa

---

<sup>9</sup> Empresas "pontocom" (ou dot-com), são aquelas que exploram a comercialização de serviços ou produtos na internet. Para Coelho, (2011b, p. 1), estão inseridas na chamada "nova economia". Elas operam no ambiente de um estabelecimento virtual, em contraposição à economia tradicional, que compreende os negócios realizados no interior de um estabelecimento físico.

prosperidade para as empresas do nicho e uma tímida atuação por parte dos fundos (LOBO; POTENZA, 2016, p. 272-273).

Em 2003, houve importante marco regulatório: a instrução CVM 391 de 2003, que criou os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), o principal veículo de investimento PE/VC no país. A instrução trouxe mais flexibilidade para o investimento ao remover limitações referentes ao tamanho da empresa investida, que passa a ter a possibilidade de ser aberta ou fechada, regulamenta a participação dos gestores dos fundos nos processos da empresa investida e confere liberdade contratual entre os gestores e cotistas da empresa (ABDI, 2011, p. 64).

A partir de 2005, a indústria de PE/VC deu início ao seu segundo ciclo, em decorrência dos primeiros desinvestimentos de empresas através de um tipo de oferta pública em que as ações da empresa serão vendidas ao público geral pela primeira vez, através da *Initial Public Offering* (IPO).

O período compreendido entre 2006 e 2014 é visto como a fase de maturação da indústria, marcado pela consolidação das organizações gestoras surgidas no período anterior, pela criação de mais de duzentas novas gestoras e pela captação de novos fundos. Neste momento a Indústria PE/VC brasileira já estava à frente dos demais BRICS (Rússia, Índia, China e África do Sul), mas ainda em um patamar incomparável aos países desenvolvidos (SÁ, 2017, p. 104).

Atualmente, o cenário brasileiro não está favorável aos Investimentos de Capital de Risco. Em que pese o Brasil ter liderado o mercado de investimentos VC na América Latina em 2016, com um montante de US\$ 279 milhões de dólares, o número é muito inferior quando comparado à 2015, em que os aportes de capital bateram a marca de US\$ 442 milhões de dólares. Segundo relatório divulgado pela Latin American Private Equity & Venture Capital Association (LAVCA), o Brasil deixou de ser tão atrativo dadas as dificuldades políticas e econômicas que enfrenta (ACAFI, 2016, p. 42).

Em pesquisa realizada pela ABVCAP, foram apontados fatores políticos que atuam como inibidores do crescimento da Indústria VC/PE no Brasil. Destacam-se os três principais: a corrupção, que aparece em primeiro lugar, a instabilidade de políticas

públicas, a morosidade no processo de registro de patentes e propriedade intelectual (NASCIMENTO, 2016, p. 52-53).

Do ponto de vista econômico, o fator apontado por 9 a cada 10 dos gestores entrevistados, como obstáculo para o desenvolvimento, foi a alta carga tributária. Alguns, dentre os demais óbices apontados na pesquisa são a alta taxa de juros em financiamentos, restrições impostas por leis trabalhistas e informalidade.

Apesar dos avanços regulatórios nos últimos anos, ainda são evidentes os diversos fatores capazes de impedir o desenvolvimento destas operações no país, que, apesar de contar com uma regulamentação específica para o setor, ainda encontra dificuldades e desafios econômicos, políticos e jurídicos para a sua concretização e expansão.

### 3.3 FINANCIAMENTOS *VENTURE CAPITAL* EM *STARTUPS*

No mundo dos negócios, a definição de *Startup* vai além de uma empresa que acaba de sair do chão. *Startups* têm lutas únicas, especialmente em relação à obtenção de financiamento. Esta seção apresenta algumas considerações quanto ao universo destas organizações, suas peculiaridades sob a ótica jurídica e o papel do capital de risco no fortalecimento deste segmento.

#### 3.3.1 Conceito de *Startup*

No âmbito jurídico nacional, o fenômeno das *Startups* ainda é pouco estudado e, muitas vezes, sequer compreendido. A falta de um olhar às singularidades e peculiaridades deste sistema organizacional, por vezes causa a errônea interpretação de que as *Startups* sejam, meramente, pequenas versões de grandes corporações.

Para Eric Ries, (2012, p. 13) uma *Startup* é uma instituição humana desenhada para criar um novo produto ou serviço em condições de extrema incerteza – incertezas mercadológicas, tecnológicas e jurídicas.

Paul Graham (2012, p. 1), por sua vez, define *Startup* como “*a company designed to grow fast. Being newly founded does not in itself make a company a Startup. (...). The only essential thing is growth. Everything else we associate with Startups follows from growth.*”<sup>10</sup>

*Startup*, como destaca Nybo (2016, p. 30-31), não pode ser considerada como uma categoria de empresa, mas sim como um estágio do desenvolvimento, que possui elementos característicos próprios: a) estágio inicial de desenvolvimento; b) ausência de processos internos e organização; c) perfil inovador; d) controle de gastos e custos; e) utilização de capacidades próprias e complementares dos sócios para o funcionamento da *Startup*; f) operacionalização por meio de um MVP; g) produto ou ideia escalável; h) necessidade de capital de terceiros para operação inicial.

Face a tantas particularidades e ao dinamismo do modelo, o Direito aplicado às *Startups* não pode ser algo genérico, não há como serem regulamentadas através das mesmas técnicas de gestão e administração de grandes empresas, pois possuem cultura, funções e necessidades amplamente diferentes àquelas de empresas tradicionais.

### **3.3.2 *Startup Law* no sistema jurídico brasileiro**

Muitas *Startups*, por tomarem forma essencialmente em ambientes permeados pela incerteza, iniciam sua trajetória sem atentar à estruturação jurídica e demais fatores legais referentes à atividade exercida. Isso advém do fato de que boa parte das *Startups* ainda não possuem certeza da viabilidade do negócio que se propõe a desenvolver e acabam deixando as questões jurídicas para o momento posterior (NYBO, 2016, p. 108).

Além da busca tardia pela regulamentação, fato é que o próprio ordenamento jurídico brasileiro não é familiarizado ao complexo universo das *Startups*. Poucas são as

---

<sup>10</sup> "Uma companhia projetada para crescer rápido. Ser recentemente fundada por si só não faz da empresa uma *Startup*. (...). O único fator essencial é o crescimento. Todo o resto que associamos à *Startup* advém do crescimento." (GRAHAM, 2012, p. 1, tradução nossa).

produções acadêmicas em nível nacional que buscam tratar de questões jurídico-legais a respeito do tema e não há doutrina consolidada sobre o Direito das *Startups*.

O que ocorre, por vezes, é a utilização do Direito vigente, criado para regular as práticas e empresas tradicionais, para regulamentar as *Startups*, sem levar em conta suas especificidades. Falcão (2017, p. 6), sintetiza o panorama atual da problemática:

No Brasil as *Startups* são obrigadas a engolir um remédio feito para ser metabolizado pelas empresas de pequeno, médio e grande portes. A ausência de uma linguagem jurídica acessível às empresas *Startups* é um dos indicadores para medir a distância que temos dos países em que as *Startups* são consideradas como a fonte de dinamismo econômico e germes de grandes corporações inovadoras - como é o caso do Vale do Silício, nos EUA, e o de Tel Aviv, em Israel.

*Startups* não são reconhecidas como instituto jurídico no ordenamento brasileiro, e recorrentemente confundidas com outros formatos organizacionais mais comuns. Uma das consequências práticas da falta de dispositivos legais para reger estas organizações é a inexistência de um modelo societário apto a abarcar suas particularidades e especificidades, principalmente seu aspecto de escalabilidade aliado aos baixos custos.

A maioria das *Startups* brasileiras é constituída sob o regime de Sociedade Limitada, por ser um tipo societário que possui uma estrutura mais simples quando comparado à Sociedade Anônima, o que implica em custos de constituição e manutenção consideravelmente inferiores, além de um número menor de burocracias. Isso, em um primeiro momento, é mais viável e adequado às necessidades de empresas nascentes, que ainda carecem de poucos recursos e processos internos.

A escolha na utilização do tipo societário de Sociedade Limitada, contudo, impõe algumas limitações à *Startup*, como o acesso restrito ao mercado de capitais. A Instrução nº 209/94, editada pela CVM, que compreende o universo das *Startups* através do termo “empresas emergentes”, nos termos §1º do artigo 1º, previa que todos os investimentos deveriam ser necessariamente feitos em companhias. A nova Instrução da CVM, n. 578/16, contudo, prevê a possibilidade de Sociedades Limitadas, com receita bruta de até dezesseis milhões, receberem aporte através de FIPs de Capital Semente.

Isso mostra o tamanho da restrição para este tipo societário, quando comparado às disposições que regulamentam o financiamento de empresas emergentes, cuja receita bruta permitida é de até trezentos milhões.

Apesar do avanço, o mercado de capitais ainda é estranho às Sociedades Limitadas. Portanto, se o objetivo à longo prazo é buscar aporte de capital através de Fundos de VC/PC, muitos empresários devem estar preparados para a recorrente solicitação dos investidores para a alteração do regime da empresa para Sociedade Anônima.

A inexistência de um modelo societário no Direito brasileiro apto a acompanhar o rápido crescimento de uma *Startup*, apresenta-se como grande obstáculo ao desenvolvimento deste nicho. Limitando as operações de *Venture Capital*, majoritariamente, às Sociedades Anônimas, que é uma estrutura societária muito mais complexa e cara para ser mantida, vai, essencialmente, contra o próprio conceito das *Startups*, que devem ser estruturas desburocratizadas e baratas de serem mantidas (VEIGA; OIOLI, 2013, p. 18).

A falta de regulamentação jurídica para *Startups* não está restrita a questões societárias, o modelo ainda enfrenta grandes barreiras burocráticas e fiscais que obstam seu desenvolvimento. O Direito brasileiro, frente a este cenário, deve objetivar servir como de instrumento para dar base e segurança, a fim de criar ambiente propício ao desenvolvimento destas organizações, o que só ocorrerá a partir do momento que o tradicionalismo das estruturas jurídicas estiver mais flexível e aberto ao dinamismo da inovação.

### **3.3.3 A Indústria de *Venture Capital* para *Startups***

O surgimento das *Startups* ocorreu em meados do Século XX, no Vale do Silício, em meio à Indústria de *Venture Capital*. A atuação da indústria VC passou a viabilizar oportunidades de financiamento para crescimento de forma exponencial, além

de gerar valor ao fornecer conhecimento e apoio em matérias de gestão e administração, transformando ideias inovadoras em empresas de sucesso.

Além da contribuição através de conhecimentos técnicos, Hellman e Pouri (2000, p. 13) analisaram o papel do *Venture Capital* na profissionalização de Startups. O estudo sugere que os negócios de capital de risco desempenham notório papel na construção interna das empresas, influenciando em aspectos como o modo de recrutamento de capital humano e a influência para a substituição de cargos de liderança, por exemplo. Ainda, Freitas (2014, p. 7), defende que o aumento de profissionalismo e rigorismo em aspectos de gestão, marketing, negociação com clientes e fornecedores.

No mesmo sentido, dados apresentados pela ABDI (2010, p. 370) suportam a hipótese de que atividades de *Venture Capital* favorecem o número de empregos, aumento de salários e de produtividade. Frente às evidências analisadas, conclui-se que *Startups* que recebem aporte de capital empreendedor possuem consideráveis chances de aumentar seu reconhecimento e credibilidade no mercado, *inputs* tão importantes quanto o aporte de capital em si.

Quanto ao cenário brasileiro, dados da pesquisa realizada pela Parallaxis (2017, p. 11, 30), o número de empresas *Startups* no mercado brasileiro está crescendo rapidamente, sendo um dos fatores cruciais para esta evolução o investimento. Entre 2013 e 2016 o capital investido em Startups cresceu em 300%, independente do cenário político-econômico nacional. Além disso, 57% das empresas afirmam já ter recebido algum tipo de aportes de capital de risco, o que revela o tamanho e importância dos investimentos para a sobrevivência destas organizações.

Por trás dos elevados números, existe uma série de procedimentos jurídicos para a concretização do processo de investimento, que varia conforme os diferentes estágios de vida da *Startup*. Tal processo consiste em etapas permeadas de variáveis e riscos, tais como a construção do produto, estudos sobre diferenciais competitivos, operacionalização e formação de capital humano (FALCÃO, 2017, p. 41).



O processo de financiamento através de *Venture Capital* para *Startups*, de acordo com Cumming and Johan (2009, p. 330), tem como ponto diferencial níveis significativamente mais elevados de assimetria de informação quando comparadas a empresas em diferentes estágios de desenvolvimento. *Startups* iniciantes estão sujeitas a maiores riscos de seleção adversa, já *Startups* em estágio de expansão, estão expostas a maiores custos de risco moral.

Por este motivo, o ecossistema das *Startups*, fundado no risco e em altos níveis de informações assimétricas, deve receber suporte do âmbito jurídico, que possui papel indispensável como instrumento capaz de aumentar a segurança durante todas as fases do processo de investimento, para minimizar os custos de agência inerentes às relações entre principal e agente.

#### 4 ASPECTOS CONTRATUAIS DO PROCESSO DE INVESTIMENTO

O processo de investimento em capital de risco pode ser dividido em cinco estágios: (i) originação do negócio, (ii) *screening*, (iii) *evaluation*, (iv) estruturação contratual e (v) atividades pós-investimento. (LANDSTRÖM, 1998, p. 571). Embora muito se saiba sobre a forma como os investidores selecionam investimentos e a natureza do relacionamento pós-investimento, ainda não se conhece o suficiente, especialmente no cenário jurídico brasileiro, sobre a formação e estruturação dos contratos de investimento e seus mecanismos.

Os contratos de capital de risco são altamente complexos e devem se adaptar aos objetivos principais das partes. O empreendedor quer a possibilidade de expansão futura de forma flexível, além de controle de médio a longo prazo sobre a empresa. O investidor é motivado monetariamente e busca o maior retorno financeiro possível, ambos objetivando estarem protegidos contra possíveis desvantagens contratuais. Por conseguinte, os contratos devem abranger uma série de eventualidades para o financiamento de risco, especialmente no que diz respeito aos vários estágios de ciclo de vida do empreendimento e ao seu esperado grau de desenvolvimento ao longo do tempo (BURCHARDT, 2016, p. 15).

O estudo teórico a respeito dos contratos financeiros analisa a forma com a qual os conflitos entre agente e principal podem afetar a coleta de informações *ex-ante*, o desenho dos contratos e o monitoramento *ex-post*. Dentre as teorias desenvolvidas para interpretar contratos financeiros e a solução dos conflitos de agência, a análise sob o viés Principal-Agente, foi iniciada por Holmström (1979), que defende a utilização de incentivos contratuais como forma de assegurar que o agente colocará esforço suficiente na relação, como provisões estipulando que a remuneração financeira do agente dependerá de lucros e resultados obtidos. (KAPLAN; STRÖMBERG, 2000, p. 3).

Já o estudo dos contratos financeiros voltados à Indústria de *Venture Capital* teve início, principalmente, a partir das contribuições acadêmicas de Sahlman (1990), que descreve as estruturas de negócio básicas utilizadas nos investimentos de capital de risco e as razões econômicas para tal. Para o autor, os negócios de capital de risco no tocante à mitigação dos problemas de agência evoluíram em relação ao

desenvolvimento de mecanismos contratuais e operacionais voltados para o problema. Sua análise, no entanto, é majoritariamente qualitativa, sem apresentar análise e descrição aprofundada da sistemática dos contratos.

Landström (1998, p. 571), no mesmo sentido, defende que a escolha das cláusulas contratuais objetiva evitar problemas de agência, de modo a reduzir assimetrias informacionais e aumentar a congruência de objetivos entre empresários e investidores. O contrato, para o autor, possui o propósito de alinhar os objetivos das partes, pois na medida que as incongruências de objetivos e a assimetria da informação são reduzidas, a probabilidade de ocorrência de risco moral e seleção adversa conseqüentemente diminui.

Kaplan e Stromberg 2004, (p. 2173-2174), explicam que as características dos contratos de *Venture Capital* estão diretamente relacionadas à extensão dos problemas da agência. À medida que esses problemas aumentam, aumenta-se a rigidez das provisões contratuais, motivo pelo qual o *design* eficiente do contrato é capaz de auxiliar no alinhamento de incentivos entre investidor e empresário.

Cumming (2009, p. 32), por sua vez, ensina que, apesar de os contratos serem projetados para permitir a mitigação dos problemas da agência, nunca se pode eliminar estes conflitos por completo. A questão central considerada neste capítulo, portanto, é como os mecanismos contratuais no contexto do capital de risco podem ser projetados para mitigar os problemas da agência da melhor e mais eficiente maneira possível.

Um estudo de grande relevância para a temática, desenvolvido pelos doutrinadores americanos Kaplan e Stromberg (2000), é o artigo denominado "*Financial Contracting Theory Meets The Real World*", que objetivou analisar, de maneira empírica, os contratos destas operações.

O estudo, que foi um dos primeiros a analisar os efeitos práticos de questões discutidas no âmbito teórico dos contratos financeiros, concluiu, dentre outros pontos, que: a) submeter os direitos de fluxo de caixa, direitos de voto, direitos de controle a medidas observáveis de desempenho financeiro e não-financeiro é prática comum nos investimentos em estágio inicial; b) nos Estados Unidos, os investidores também

implementam uma alocação de direitos utilizando combinações de várias classes de ações ordinárias e ações preferenciais, mas os instrumentos preferenciais conversíveis são usados com maior frequência e são os mais indicados para gerar segurança contratual; c) os direitos de controle são alocados em várias dimensões: direitos de voto, direitos do conselho, direitos de liquidação. Além disso, a alocação destes direitos pode variar a depender dos níveis de desempenho. Por exemplo, em níveis muito baixos de desempenho, o investidor tem o direito de liquidar. À medida que o desempenho melhora, o empresário ganha mais direitos de fluxo de caixa, bem como direitos de voto.

Em que pese a grande contribuição do estudo do Direito americano para o propósito, não se pode falar na simples equiparação dos institutos, ainda mais entre países regidos por diferentes sistemas legais, com diferentes incentivos e regulamentações. O que se percebe, na verdade, é que a construção e consolidação dos negócios de *Venture Capital* em nível nacional não ocorreu através de mudanças abruptas, pelo contrário, têm usado a seu favor fatores pertinentes de sua trajetória, adotando práticas da base institucional pré-existente. Schapiro (2012, p. 5), defende que a construção deste mercado no Brasil se dá através da complementaridade de instâncias regulatórias, motivo pelo qual "ao invés de decorrer de um transplante institucional, na forma de uma importação de um pacote de regras e instâncias, é como se o mercado de risco brotasse de dentro do próprio arranjo institucional nacional."

Antes de iniciar a análise destes mecanismos contratuais no contexto do sistema jurídico nacional, enfatiza-se a ainda recente experiência brasileira no ramo de *Venture Capital* quando comparada aos Estados Unidos. A partir do momento em que o Brasil importou o termo *Startup* e *Venture Capital*, conforme Silva (2016, p. 75), naturalmente passou a utilizar institutos jurídicos tipicamente norte-americanos, sendo necessária a devida adaptação ao Direito brasileiro. Assim, apesar de os termos, condições e estruturas das negociações de *Venture Capital* serem geralmente encontrados em jurisdições fora do Brasil, tais mecanismos podem ser facilmente adequados ao aparato jurídico brasileiro.

No Brasil, não há, no ordenamento jurídico, regime predisposto na legislação para definir os contratos de *Venture Capital*. São, portanto, considerado atípicos, isto é, apesar de não possuírem regras próprias previstas na legislação, são regulados pelos princípios gerais dos contratos (artigo 425, do Código Civil) e são consubstanciados em diferentes instrumentos contratuais, como o Memorando de Entendimento, o Contrato de Subscrição de Ações, o Acordo de Acionistas e o Estatuto Social.

Gomes (2007, p. 119-120), ensina que contratos atípicos são aqueles ordenados a atender interesses não disciplinados especificamente na lei, caracterizando-se pela originalidade. Constituem-se, ou pela modificação de elemento característico de contrato típico, sob forma que o desfigura, dando lugar a um tipo novo, ou pela eliminação de elementos secundários de um contrato típico.

Os contratos de *Venture Capital* têm, ainda, natureza de um contrato plurilateral. Conforme Ascarelli (1976, p. 271-283), os contratos plurilaterais têm como principais elementos: a) possibilidade da participação de duas mais de duas partes, observando-se, por óbvio, que uma única parte pode ser composta por vários sujeitos; b) reciprocidade de direitos e obrigações entre todos os contratantes; c) unificação de interesses das partes para uma finalidade contratual comum (comunhão de escopo); d) o caráter aberto do contrato, consistente na existência da permanente oferta de adesão a novas partes e desistência das partes já participantes.

Para Silva (2014, p. 30), os contratos de *Venture Capital*, cumprem os requisitos necessários inerentes aos contratos plurilaterais, que preveem a necessidade de organização do empreendimento, estipulação de direitos, de obrigações recíprocas entre os sócios, distribuição de riscos, forma de partilha dos resultados e controle das decisões críticas.

No que tange à estruturação dos investimentos, percebeu-se que a escolha dos instrumentos de financiamento está diretamente ligada às características e peculiaridades de cada modelo. Estes instrumentos de investimento são os títulos

mobiliários<sup>11</sup> utilizados pelos investidores para realizar o aporte de capital, em que os dois formatos básicos são: ações (*equity*) e dívida (*debt*)<sup>12</sup>.

Dados da ABDI (2010, p. 74), mostram que a opção mais utilizada para a operações de investimento é a participação acionária, consistente na aquisição de ações, – sejam elas ordinárias, preferenciais ou bônus de subscrição –, seguida pela opção de dívida, em que o capital recebido pela empresa é contabilizado como exigível a longo prazo e pela dívida conversível, que consiste na aquisição de debêntures<sup>13</sup> com opção de conversão em ações omitidas pela empresa investida.

Ações ordinárias correspondem à parcela mínima do capital da empresa. Segundo Coelho (2011, p. 225), são ações de emissão obrigatória, que conferem aos seus titulares os direitos que a lei reserva ao acionista comum. As ações ordinárias conferem ao seu titular direitos de voto, de modo que os acionistas ordinários têm as prerrogativas de eleger ou destituir os membros da diretoria e do Conselho Fiscal, decidir sobre os lucros, reformar o Estatuto Social, autorizar aumentos de capital e emissão de debêntures (FONSECA, 2009, p. 114).

Para os investidores, esta classe de ações representa uma forma de entrada direta no capital social da empresa, permitindo sua participação ativa em aspectos referentes ao controle, como discussões e tomadas de decisão nas assembleias de acionistas. Ainda, através das ações ordinárias, o acionista pode lucrar com o recebimento de dividendos da empresa, com a posterior venda de suas ações por um valor superior àquele pelo qual as adquiriu. Por outro lado, ações ordinárias expõem o investidor aos

---

<sup>11</sup> Nas palavras de Coelho (2011, p. 222), valores mobiliários "são títulos de investimento que a sociedade anônima emite para obtenção dos recursos de que necessita. Além da ação, valor mobiliário representativo de unidade do capital social, a companhia poderá emitir os seguintes principais valores mobiliários: a) debêntures (arts. 52 a 74); b) partes beneficiárias (arts. 46 a 51); c) bônus de subscrição (arts. 75 a 79); d) nota promissória", conforme previsto na Instrução n. 134/90 da CVM.

<sup>12</sup> A Lei das Sociedades Anônimas L. 6.404, prevê, em seu artigo 15, três espécies de ações: ordinárias, preferências (art. 17) e de fruição. Além destas espécies, as sociedades anônimas podem emitir bônus de subscrição (art. 75), debêntures (art. 52), conversíveis ou não em ações (art. 57), e preferenciais conversíveis (art. 22).

<sup>13</sup> Conforme pontua a ABDI (2011, p. 144), "a emissão de debêntures normalmente é mais viável para empresas de maior porte, cujo negócio seja previsível a ponto de proporcionar uma segurança maior para o debenturista. Desta forma, empresas emergentes normalmente não possuem a opção de emissão de debêntures. Entretanto, o BNDESpar quebrou esse paradigma e estabeleceu um importante padrão na indústria de PE/VC ao passar a estruturar parte de seus investimentos diretos em empresas emergentes como debêntures privadas conversíveis."

mesmos riscos que os demais acionistas quanto ao desempenho da empresa, por não haver garantias quanto à preferência no recebimento dos dividendos caso a empresa não desempenhe da forma esperada (MATTE, 2010, p. 24-25).

Já as ações preferenciais<sup>14</sup>, conforme ensina Coelho (2011, p. 225), conferem um diferenciado complexo de direitos aos seus titulares, como a prioridade na distribuição de dividendos ou no reembolso do capital. Por outro lado, ações preferenciais, via de regra, não conferem direito de voto aos seus portadores, a menos em casos de situações críticas, como decisões referentes a fusões e incorporações, por exemplo. O direito à voto pode também ser adquirido se os acionistas preferenciais ficarem uma determinada quantidade de tempo, de aproximadamente três anos, sem receber dividendos, essa ação preferencial adquire o direito de voto. Além disso, há a possibilidade da criação de um acordo de voto ou veto, prática que pode trazer benefícios aos acionistas preferenciais cujos direitos de voto sejam restritos.

As ações preferenciais podem ser conversíveis em ações ordinárias, cuja principal finalidade é a prioridade nos dividendos nos casos de liquidação da empresa. A referida conversão pode ocorrer por motivos pré-estabelecidos no momento da emissão das ações e, após determinado lapso temporal pré-estabelecido, o acionista preferencial pode optar por transformar a suas ações preferenciais em ordinárias.

Os diferentes tipos e classes de ações, como se vê, estão diretamente ligados à separação de direitos no contrato e à estruturação de diferentes alocações de direitos sobre fluxo de caixa, direito de voto, de representação e de liquidação. O investidor ao fazer uma subscrição para determinada classe de ações, levará em consideração questões fundamentais referentes às avaliações da empresa, circunstâncias específicas, conseqüentemente, irá comportar diferentes níveis de risco e problemas de agência, conforme demonstrar-se-á na próxima seção (ABDI, 2011, p. 151-152).

---

<sup>14</sup> A legislação brasileira estipula, para as ações preferenciais sem direito a voto ou com restrições a este direito, o limite máximo de 50% das ações emitidas (art. 15, § 2º da Lei 6.404). Ainda, segundo o art. 17 da mesma lei, as preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.

#### 4.1 ESTRUTURAS CONTRATUAIS UTILIZADAS EM *VENTURE CAPITAL*

O processo de investimento contém um feixe de documentos específicos que, geralmente, são assinados em momentos específicos da tratativa. A seguir, o trabalho aborda os principais instrumentos contratuais utilizados no processo de investimento.

O recorte dado à análise desenvolvida nesta seção, limita-se aos seguintes fatores: a) a *Startups* constituídas sob o regime de Sociedades Anônimas, ou aquelas que sofrerão esta alteração como requisito para concretização do investimento; b) o enfoque é para as modalidades *Early Stage* e *Later Stage*<sup>15</sup> do investimento, voltados para *Startups* mais maduras, que já possuem um plano de negócios consolidado, produto já testado e que, ou já comercializam seu produto, ou estão na iminência de começar.

##### 4.1.1 Memorando de Entendimento (*Term Sheet*)

Após a realização da análise da proposta de investimento, caso o investidor decida por iniciar as negociações com a empresa, o primeiro documento a ser elaborado é o *Term Sheet*, (Memorando de Entendimento, ou Carta de Entendimentos), que será utilizado como uma base que servirá de preparo para a elaboração dos documentos definitivos do investimento.

O *Term Sheet* resume os principais termos acordados no momento inicial investimento, buscando definir os direitos e obrigações das partes envolvidas. Em que pese tratar-se de um documento conciso e pouco extenso (em média 3 à 10 páginas), o ideal é que o *Term Sheet* possua o maior número de detalhamento e especificações possíveis, para minimizar as chances de surgirem novas questões a serem negociadas no curso do procedimento. (ABDI, 2011, p. 151).

---

<sup>15</sup> Lobo e Potenza (2016, p. 276-278), explicam que, no Brasil, os Investimento em Estágio Inicial (*Early Stage*) e Estágio Avançado (*Later Stage*) são estruturados de maneira diversa aos investimentos-anjo e capital-semente. Ao passo que estes consubstanciam-se majoritariamente por contratos de mútuo conversível, aqueles utilizam instrumentos de Subscrição (ou Compra e Venda) de ações e um Acordo de Acionistas, pois os investidores, via de regra, exigem a estrutura mínima de governança corporativa e de segurança jurídica conferida às sociedades anônimas pela Lei no 6.404/1976, que o Código Civil não confere às sociedades limitadas.



De acordo com Nybo (2016, p. 34), o Memorando de Entendimento pode ser classificado como um contrato preliminar, cuja finalidade é registrar os entendimentos preliminares das partes, visando assegurar que as partes seguirão em frente com as negociações do contrato definitivo. Em que pese os contratos preliminares não necessariamente contemplarem todos os elementos essenciais do negócio jurídico, através da celebração, as partes possuem maior segurança e proteção durante todo o processo de tratativas.

Geralmente, as avenças previstas no *Term Sheet* não criam um vínculo jurídico de obrigação entre as partes, com exceção de determinadas cláusulas, como sigilo e confidencialidade, exclusividade das negociações entre as partes, rateio dos gastos despendidos até a concretização do investimento etc.

Como o Memorando contém a base de cláusulas de diferentes naturezas e objetivos, suas disposições são formalizadas em três principais instrumentos contratuais: o Contrato de Subscrição (Compra e Venda) de Ações, o Acordo de Acionistas e o Estatuto Social.

#### **4.1.2 Acordo de Acionistas**

Disciplinado pelo art. 118 da Lei no 6.404/7, o Acordo de Acionistas é um instrumento para harmonizar e regulamentar os direitos políticos e econômicos de determinado grupo de acionistas. O Acordo, em observância ao processo de investimento, deve observar especialmente aspectos referentes à gestão, que passará a ser compartilhada pelo investidor e pelos antigos membros, abrangendo proteções às partes ao alinhar questões referentes à base da governança da sociedade, assembleia de acionistas, direito de voto, disposições sobre os tipos de ações e as implicações dos direitos inerentes a elas.

Barbi (2001, p. 244), conceitua o acordo de acionistas como o "contrato entre determinados acionistas de uma mesma companhia, distinto de seus atos constitutivos, e que tem por objeto o exercício dos direitos decorrentes da titularidade de suas ações, especialmente no que tange ao voto e à compra e venda dessas ações". É também

considerado um contrato "parassocial", porque regulamenta direitos e relações dos acionistas de uma mesma companhia entre si, sem que, ao mesmo tempo, se confunda com os atos constitutivos da sociedade.

O Acordo, conforme ensina Coelho (2011, p. 241-242), nos casos em que versar sobre questões referentes ao poder de controle, exercício do direito de voto, a compra e venda de ações ou a preferência de sua aquisição, a partir do momento em que for registrado junto à companhia importará em duas diferentes modalidades de tutela: a sociedade anônima não poderá praticar atos que contrariem o conteúdo próprio do acordo, e poderá ser obtida, mediante ação judicial, a execução específica do avençado.

#### **4.1.3 Contrato de Subscrição (ou Compra e Venda) de Ações**

O Contrato de Subscrição (ou Compra e Venda) de Ações, estabelece os termos gerais para a concretização do investimento, incluindo o detalhamento das rodadas, números e séries das ações subscritas, condições de pagamento, e demais declarações e garantias pertinentes, consubstanciadas em relatórios sobre a situação da empresa e demais documentos de apoio para todos os assuntos que os acionistas julguem necessários ser de conhecimento dos investidores no processo de investimento. (ABDI 2011, 166-167)

Se as ações negociadas já tiverem sido subscritas anteriormente, o contrato celebrado será o de Compra e Venda de Ações, que conterà detalhes semelhantes ao Contrato de Subscrição. Ambos terão como objeto a definição das condições gerais para a aquisição da participação no capital e regulação de aspectos gerais da futura relação entre os acionistas, dispondo sobre questões referentes à avaliação da companhia, condições para o fechamento da operação, declarações e garantias, estratégias de saída, responsabilidades das partes, avenças relacionadas à sigilo e publicidade, restrições quanto ao controle acionário e mecanismos de solução de controvérsia. (SANTOS, 2008, p. 59-60).

O processo de negociação das partes no processo de investimento, parte da noção de "opção", ou seja, a criação de um direito de escolha. A expressão "opção", no

âmbito jurídico, ao ser analisada pelo viés que a reconhece como um direito, é compreendida como a faculdade atribuída a uma pessoa, seja por lei, ou por acordo, de escolher uma dentre duas ou mais situações jurídicas diferentes (IGLESIAS, 2011, p. 24).

O ordenamento jurídico brasileiro não define o conceito e regime jurídico aplicados às opções de compra e venda. Contudo, existem dispositivos que fazem menção à existência de opções aproximando esta figura jurídica à noção de contrato, como observa-se no § 3.º do art. 168 da Lei 6.404/1976, cuja redação dispõe que "o estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembléia-geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle."

A análise da opção sob a ótica contratual é objeto de inúmeras discussões e classificações doutrinárias. Iglesias (2011) faz minuciosa análise teórica sobre as diferentes figuras contratuais existentes. Foge ao escopo do presente estudo discorrer sobre todas as formas existentes e as discussões a elas pertinentes. Levando em consideração as particularidades e o funcionamento do processo de investimento, acompanha-se a parcela da doutrina que entende como mais adequada a classificação das opções como "contratos definitivos semicompletos".

Esta teoria, segundo o autor, está baseada na ideia de formação progressiva do contrato, enquanto procedimento ordenado de atos e fases, colocando a opção em um estágio avançado do referido procedimento. Nestes casos, a opção apresenta-se como o próprio contrato definitivo de compra e venda, que cuja concretização ocorre com uma posterior manifestação de vontade receptiva do beneficiário (IGLESIAS, 2011, P. 105-106).

Gomes (2007, p. 69) ensina que a opção consiste no contrato no qual se confere a uma das partes a faculdade de criar, por iniciativa própria, uma relação obrigacional já definida em seus pontos essenciais. A opção de compra de ações, nas palavras de Aragão (1988, p. 1) representa um direito, de natureza contratual, com base no qual o seu titular, administrador ou empregado da companhia, ou pessoa natural que lhe preste

serviços ou a outra sociedade controlada, pode subscrever, nas condições aprovadas pela assembleia-geral, ações de emissão da companhia, pagando o respectivo preço.

A partir do entendimento do mecanismo da opção de compra de ações é possível analisá-los como ferramenta apta a realocação e gestão de riscos. Através do contrato, promove-se o alinhamento dos objetivos, visando incentivar bons comportamentos e desencorajar atitudes oportunistas.

De acordo com Figueiras (2014, p. 4-5), ao possibilitar a aquisição de participação societária por um profissional na empresa na qual atua, permite-se dois diferentes tipos de estímulos: incentiva que estes novos acionistas se dediquem ao máximo para desempenhar suas funções e fortalece a tendência de que, por possuírem parcela do negócio, irão tomar decisões no interesse da companhia e de seus acionistas, e não em seu próprio interesse. Assim, uma das principais vantagens de opções de compra é o alinhamento entre os acionistas, ao passo em que estimula a tomada de decisões mais conscientes e voltadas para a longevidade da empresa e a consolidação do investimento.

#### **4.1.4 Estatuto Social**

O Estatuto Social de uma Sociedade Anônima deve, obrigatoriamente, discorrer sobre questões referentes à denominação e objeto, endereço e duração, capital social, administração, assembleias, Conselho Fiscal, Exercício fiscal, Exercício Social, Destinação do lucro líquido e Liquidação da sociedade.

Em observância à consubstanciação do investimento, a alteração estatutária deve versar sobre as alterações advindas da nova estrutura do quadro societário e do Conselho Administrativo, direitos e deveres dos administradores, incluindo mas não se limitando a direitos econômicos, direitos de voto, direitos referentes à emissão, conversibilidade e transferência de ações etc.

Quanto às disposições protetivas, tanto o Estatuto Social quanto o Acordo de acionistas podem contê-las, por vezes de maneira repetida. A inclusão de tais termos em

um ou em ambos documentos está condicionada a questões de confidencialidade, por exemplo, vez que os Estatutos Sociais, de maneira geral, são registrados perante a Junta Comercial como instrumentos públicos, ao passo em que os demais documentos do processo de investimento são de conhecimento privativo às partes (ABDI, 2011, p. 167-168).

#### 4.2 PRINCIPAIS PROVISÕES CONTRATUAIS PARA REDUÇÃO DE RISCOS

Para abordar os problemas da agência nos processos de investimento, o sistema jurídico baseia-se em diferentes mecanismos contratuais. Por "mecanismos contratuais", no caso, quer-se dizer um conjunto de elementos que objetivam garantir o funcionamento e cumprimento do direito, mitigando a vulnerabilidade das relações entre principal e agente.

Os mecanismos contratuais abordados nesta seção foram escolhidas levando em consideração dois principais fatores: a) foram analisadas, em nível nacional, as avenças contratuais mais comumente utilizadas nos contratos de *Venture Capital*, com base em dados de estudos e pesquisas de amostras desenvolvidos pela LAVCA, ABDI, majoritariamente; b) das provisões analisadas no item "a", optou-se por selecionar aquelas que, além de serem utilizadas no Brasil, são também abordadas pelos principais juristas e pesquisadores estrangeiros na área de *Venture Capital Contracting* como mecanismos capazes de mitigar assimetrias informacionais, são eles: Landström (1998), Gompes e Lerner (1999), Triantis (2001), Chemla *et al.* (2007), Seifert (2008), Cumming (2009), Gomtsian (2016).

O presente estudo não objetiva abordar toda e qualquer provisão contratual possível, mas simplesmente enfatizar a importância da compreensão funcional do contrato, e não apenas sob o viés de mero instrumento formalista.

## 4.2.1 Mecanismos para a mitigação da Seleção Adversa

### 4.2.1.1 Utilização de instrumentos preferenciais conversíveis

Os estudos que analisam os aspectos contratuais da estruturação de capital nos negócios de *Venture Capital* cresceram de forma notável. A escolha do instrumento financeiro a ser utilizado num investimento determina questões referentes a alocação de direitos de controle e fluxo de caixa, além de regulamentar aspectos referentes à intervenção do investidor na empresa investida.

O investidor, ao subscrever para classe preferencial de ações, terá certos direitos a estas inerentes que não são compartilhados pelos detentores de ações ordinárias. A escolha pela ação preferencial conversível garante direito a dividendos preferenciais ou preferencialmente no reembolso de capital. Por outro lado, as ações preferenciais, de acordo com a legislação brasileira atual, não possuem direito de voto. O que não impede a celebração de um acordo de voto entre as partes, caso desejado (ABDI, p. 151-152).

No Direito americano, grande parte dos autores, como Amit et al. (1990), Sahlman (1990), Gompers (1997), Casamatta (2003) e Schmidt (2000), entre outros, defendem que a utilização de "*convertible preferred stocks*", ou ações preferenciais conversíveis, é efetiva para reduzir os conflitos de agência.

Gompers (1997, p. 26), defende que o uso de títulos convertíveis em capital de risco pode ser visto como uma resposta ao ambiente permeado de problemas de incentivo e informações assimétricas que envolve os negócios de *Venture Capital*. Por conta disso, estudos teóricos norte-americanos incentivam a utilização destes instrumentos por proporcionarem ao seu detentor o direito de preferência em liquidação, a preferência em dividendos e permitirem a separação de controle e os direitos de fluxo de caixa.

Além disso, de acordo com Ribeiro (2007, p. 361), os instrumentos conversíveis são geralmente acompanhados por uma série de contingências que podem impactar o fluxo de caixa, como mecanismos de *vesting*, *earn-out* e anti-diluição. Esta combinação

de direitos é recomendada para os investimentos VC pelo papel que possuem de atenuar os custos de agência e redução de riscos.

Sahlman (1990, p. 511), menciona que escolha de ações preferenciais pode servir para reduzir os riscos de seleção adversa entre investidores e empresários, por, possivelmente, ter o efeito de forçar a saída projetos ruins, dando ao empreendedor o incentivo para uma boa performance. Isso porque, ao utilizar a opção preferencial conversível, o contrato altera os riscos por mau desempenho ao empresário, que é a pessoa que irá incorrer em maiores perdas financeiras se não operar de maneira correta. Assim, o autor pontua que a seleção adversa será reduzida, na medida em que aqueles empresários que não estiverem verdadeiramente confiantes de suas habilidades e profundamente comprometidos com o empreendimento, não aceitariam ser submetidos a tais condições contratuais.

Em uma pesquisa realizada por Kaplan e Stromberg (2000), com 118 empresas americanas, cerca de 94% das operações de financiamento das empresas analisadas optaram pela utilização de ações preferenciais conversíveis. Na Europa, a média é um pouco menor, onde 54% das operações analisadas na amostra utilizaram estas ações. No Brasil, Santos (2008) realizou pesquisa semelhante em uma amostra de 25 operações de financiamento, sendo que apenas 12% optou pela utilização destes instrumentos.

Ao analisar a baixa aderência destes instrumentos no país, percebe-se que não há, no ordenamento brasileiro, qualquer restrição legal ao uso de qualquer espécie de título mobiliário. Existem, contudo, alguns motivos capazes de explicar a baixa adesão a este tipo de instrumento. Lerner e Schoar (2004, p. 26-29) analisam como os diferentes sistemas jurídicos (*Common Law* e *Civil Law*) têm impacto sobre a escolha<sup>16</sup>. Países que possuem sistemas jurídicos com baixa coercitividade, como o Brasil, geralmente possui investidores que possuem maior necessidade de detenção de direitos de controle.

---

<sup>16</sup> Explicam os autores: "In nations where the rule of law is less well established, private equity groups emphasize equity protection. They are likely to make the size of their equity stakes contingent on the performance of the company and to have the majority of the firm's equity if the investment encounters difficulties. (...). One possible explanation is that investors demand controlling blocks because courts and laws do not adequately protect minority shareholders. Given the necessity to rely on controlling stakes, investors might (optimally) choose common stock over preferred as a second best outcome, if preferred stock gives too much cash flow and control rights to the investor." (LERNER; SCHOAR, 2004, p. 28).

Por outro lado, a diminuição no poder de controle nesta classe de ações nem sempre se apresenta como óbice, porque, apesar de instrumentos preferenciais conversíveis possuírem certas restrições de direito à voto, tal matéria pode ser acordada, conforme a legislação brasileira, via acordo de acionistas, momento em que as partes poderão dispor sobre benefícios adicionais aos acionistas que adquiriram instrumentos votos restritos (SANTOS, 2008, p. 67).

O uso predominante de ações ordinárias, de acordo com Ribeiro (2007, p. 367), pode significar que alguns investidores ainda possuam receio de confiar em contingências contratuais no Brasil ou, também, isso pode indicar uma falta de sofisticação de alguns investidores.

Por outro lado, apesar da prevalência das ações ordinárias nas transações envolvendo capital de risco, o Brasil ainda está acima da média encontrada nos países em desenvolvimento, com considerável parte dos investidores analisados por Ribeiro (2007, p. 379) respondeu que aceitaria uma negociação com propriedade minoritária com poder de veto. Estes são indicadores positivos considerando a condição do Brasil como um país do sistema *Civil Law* em desenvolvimento.

Sobre os diferentes sistemas legais e suas implicações, destacam-se estudos contemporâneos de Kaplan e Stromberg (2003, 21-23), apesar de reconhecerem que diferentes ambientes institucionais implicam na escolhas de diferentes cláusulas contratuais, os autores sugerem que os Fundos são mais propensos a utilizar o modelo norte-americano e, ainda, vai além ao dizer que quanto maior o nível de sofisticação do Fundo, mais provável é a utilização de cláusulas nos moldes norte-americanos, independentemente do sistema legal do país.

De acordo com Matte (2010, p. 46), espera-se que, com o desenvolvimento da Indústria de *Venture Capital* no Brasil, ocorra um aumento na utilização de instrumentos conversíveis. Os dados referentes à baixa utilização do mecanismo, na pesquisa feita pelo autor, sugerem que os investidores entendem que os instrumentos de investimento servem, principalmente, para garantir o fluxo de caixa, e ainda não o veem



como um instrumento capaz de mitigar os conflitos de agência e alinhar os esforços de ambas as partes.

Cumprido, nesse sentido, trazer à luz do âmbito empresarial o importante papel desempenhado pela utilização de ações preferenciais conversíveis na mitigação de riscos, a uma, porque atua como um sistema de incentivos ao empresário, ao permitir a divisão de ganhos advindas do sucesso da empresa. A duas, porque exerce a função de sinalização, ao tornar o investimento menos atrativo e mais arriscado para os maus empreendedores.

#### *4.2.1.2 Declarações e Garantias*

A provisão contratual que determina, antes do aporte de capital, a apresentação de declarações e garantias, é imprescindível para a realização precisa e apropriada dos riscos da operação, para que os investidores recebam uma visão completa da condição atual da empresa e seu histórico. Assim, é possível fazer uma avaliação apropriada dos riscos de se investir na empresa antes da subscrição de ações. A cláusula geralmente estipula o compartilhamento de informações referentes à existência legal da empresa, os detalhes do capital acionário, os relatórios financeiros, o plano de negócios, os ativos, as obrigações legais, os contratos materiais, os direitos especiais de empregados e os processos judiciais. (ABDI, 2011, p. 156).

Em que pese o fato de, em grande parte das vezes, este termo não criar obstáculos adicionais para o fechamento do negócio ou restringir o controle do empreendedor sobre a empresa, Landström (1998, p. 571), entende que, no momento pré-contratual, ou seja, na celebração do *Term Sheet*, a cláusula que visa garantir o completo fornecimento de informações é capaz de reduzir os níveis de assimetria informacional.

Este fato tem particular importância tendo em vista que o processo de diligência, que sucede à celebração do *Term Sheet*, busca averiguar se as informações da empresa foram realmente apresentadas pelos empreendedores e identificar potenciais contingências financeiras e demais fatores de risco e seu grau de severidade.

Consequentemente, o mecanismo de declarações e garantias que visa garantir a completa troca de informações entre as partes, desempenha relevante papel para mitigar os riscos *ex ante* de seleção adversa, tendo em vista que os documentos definitivos do investimento ainda não foram assinados.

## **4.2.2 Mecanismos para a mitigação do Risco Moral**

### *4.2.2.1 Estipulação de práticas de Governança Corporativa*

A Governança Corporativa consiste em uma série de práticas, processos, princípios que influenciam diretamente o modo pelo qual as empresas operam. Sua estruturação se dá majoritariamente pela atuação dos órgãos do Conselho de Administração, por meio do qual os investidores geralmente exercem controle<sup>17</sup> na empresa investida, além dos demais mecanismos, como o Conselho Fiscal, os comitês de gestão e de normas contratuais que podem ser utilizadas com o objetivo de minimizar possíveis conflitos provenientes de assimetrias informacionais entre investidor e empresa.

Na definição do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC):

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade (IBGC, 2009, p. 19).

Uma boa estruturação das práticas de Governança Corporativa possui relevante papel no processo de monitoramento do investimento. Destaca-se, contudo, que as práticas de Governança não são obrigatórias, tampouco aplicáveis a todos os níveis de

---

<sup>17</sup> Comparato (1977, p. 5), ao abordar os diferentes tipos de controle, trata do controle administrativo (*management control*), isto é, aquele não fundado na participação acionária, mas unicamente nas prerrogativas diretorias. É o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social. Dada a extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial de fato, transformando-se num órgão social que se auto perpetua por cooptação.

maturidade de empresas. Nybo (2016, p. 69-84), em seu estudo "Governança Corporativa para *Startups*" conclui que não há fórmulas básicas para a implementação de Governança, e sua estruturação é um exercício diverso de autoconhecimento para cada empreendimento.

O autor destaca que, pelo fato de *Startups* possuírem características de empresas ágeis, simplificadas e enxutas, nem sempre há a necessidade ou a viabilidade de adotar costumes de Governança Corporativa. Caso a empresa não esteja preparada para tanto, a replicação do modelo nos moldes estrangeiros pode levar a empresa ao fracasso. Contudo, para o presente estudo, leva-se em consideração as *Startups* já operantes sob a forma de Sociedade Anônima de capital fechado, voltadas para os aportes nos estágios *Early Stage* e *Later Stage*. Para estes casos, falar sobre Governança Corporativa passa a fazer maior sentido principalmente pelo fato de que este conjunto de práticas foi desenhado para ser utilizado em Sociedades por Ações.

Assim, caso a estrutura de Governança Corporativa seja compatível com a realidade da Startup, deverão as partes dispor sobre os órgãos por ela abarcados: Assembleia Geral, o Conselho de Administração, a Diretoria e o Conselho Fiscal. De modo geral, caberá a estes órgãos dispor sobre questões referentes à criação e regulamentação dos órgãos da sociedade, detalhar de que forma se dará a remuneração e bonificação, responsabilidades e obrigações dos administradores, detalhar regras referentes à votação e políticas de não diluição societária (SILVA, 2016, p. 83).

Nesse sentido, no processo de investimento, o empresário, ao buscar aportes de capital para seu negócio, deve ter em mente que os investidores buscam empresas com um Conselho de Administração equilibrado, para que tenham suas opiniões ouvidas. Poderão exigir ainda direitos de veto ou demandar cadeiras no Conselho sob o estabelecimento de algum tipo de quorum especial para a aprovação de decisões críticas. Tais exigências visam preservar o investimento contra alterações de estratégias da empresa sem a devida homologação pelo Conselho. (LAVCA, 2006, p. 5-6).

A participação de representantes do investidor no Conselho de Administração cumpre papel fundamental para o sucesso da estruturação da Governança Corporativa e para a geração de valor. A eleição dos membros que devem compor o Conselho de

Administração da companhia é um importante mecanismo de controle para reduzir os riscos da agência, especialmente o risco moral.

Os investidores costumam exigir que a empresa investida tenha mecanismos de governança corporativa adequados, incluindo o Conselho de Administração. Além disso, requerem sua representação por meio de membro com direito a voto (Titular do Conselho), um membro que participa de todas as reuniões, porém não participa do processo de tomada de decisão (Observador do Conselho), um Comitê de Remuneração ou de Compensação e um Comitê de Auditoria, que possui caráter supervisonal da administração da empresa (ABDI, 2011, p. 155).

O Conselho de Administração é particularmente importante para garantir maior eficiência para a função de orientação e controle da administração da sociedade. Na estrutura da sociedade, o Conselho ocupa uma posição intermediária entre a Assembleia Geral e a diretoria. Seus membros, eleitos pela assembleia geral, têm competência para eleger e destituir os diretores a qualquer tempo. Formando um colegiado, reúnem-se os conselheiros periodicamente, a fim de orientar, em termos gerais, os negócios da companhia, bem como para acompanhar e fiscalizar a atuação dos diretores (BORBA, 2012, p. 396-397).

Segundo Bellavitis (2017, p. 11-12), a negociação dos direitos de controle em contratos de investimento proporciona aos investidores a vantagem de intervir no caso de as perspectivas de a *Startup* ou a relação com o empresário se deteriorar inesperadamente<sup>18</sup>.

Ademais, os direitos de controle e gestão exercidos através do Conselho, atuam como uma forma de monitoramento, ao fornecerem ao investidor a capacidade de influenciar em decisões estratégicas da empresa e ajudam a inibir o surgimento de

---

<sup>18</sup> À este respeito, o autor, ao levar em consideração o estágio de maturidade da empresa, pondera a escolha entre poder de controle ou ações preferenciais sem poder de voto: In early-stage firms (as opposed to later stage firms) where adverse selection and failure risks are higher, results show a widespread use of syndication as a screening and monitoring tool and of cash flow rights (e.g. preferred equity) as a signaling and protection mechanism. On the other hand, in later stage firms where moral hazard risks are higher, investors negotiate more control rights (e.g. board majority rights) as a monitoring and influence mechanism. (BELLAVITIS, 2017, p. 21).

comportamentos oportunistas por parte do empreendedor, o que influencia diretamente na redução de risco moral.

Gompers (1997, p. 5), defende que a utilização de provisões contratuais de restritivas asseguram o direito de controle<sup>19</sup> aos investidores através de participação no Conselho de Administração, o que permite maior proteção a potenciais situações prejudiciais. Para o autor, o nível de proteção é proporcional à intensidade dos conflitos de interesse que possam surgir no decorrer do processo de investimento.

Nesse sentido, tais provisões apresentam-se como eficientes para empresas que já contam com um processo de estruturação um pouco mais rebuscado, e que, através de monitoramento, poderão proteger e valorizar a organização, de modo a aumentar a lucratividade e crescimento, reduzindo os riscos do investimento.

#### *4.2.4.2 Escalonamento dos aportes de capital*

Em um cenário imperfeito de mercado, com alta incerteza, a liberação fracionada das parcelas referentes ao aporte de capital possui dois principais objetivos: controlar o risco e mitigar o risco moral. Isso ocorre porque, para cada aporte de recursos, é estipulado um progresso parcial específico para aquele período. Isso evita dois tipos de problema: os casos em que os recursos poderiam ser liberados sem que os resultados fossem alcançados, ou, de os casos em que poderia haver um desalinhamento entre as necessidades de recursos e o ritmo das atividades desenvolvidas, cuja evolução pode e deve ser imprevisível. (SCHAPIRO, 2012, p. 260).

Gompers (1995, p. 1461) fornece um estudo empírico sobre os fatores que afetam a estrutura de financiamento quando o risco moral existe. Ele mostra que, no financiamento de empresas de alto risco, em um cenário de assimetria informacional, o financiamento em estágios permite que os investidores colem informações e

---

<sup>19</sup> Para empresas em fase inicial (em oposição a empresas de fase posterior), onde a seleção adversa e os riscos de falha são maiores, existe a tendência à utilização de instrumentos preferenciais conversíveis, como forma de proteção e sinalização. Por outro lado, em empresas de fase posterior em que os riscos de risco moral são mais elevados, os investidores negociam mais direitos de controle (por exemplo, direitos de maioria do conselho) como mecanismos de monitoramento e influência.

monitorem o andamento dos projetos, mantendo a opção de desistir, o autor também defende que esta avença é uma das formas mais comuns e eficazes de redução de conflitos de agência.

Nesse sentido, o aporte do capital em estágios apresenta-se como uma das principais características do financiamento de capital de risco. Sobre seus principais efeitos, destaca-se:

"We find that staged financing can achieve high efficiency, especially for highly promising ventures. Besides the benefit of reducing risks through late investment, as a complementary mechanism to contracting, staged financing plays a crucial role in controlling moral hazard. In particular, staged financing induces a higher effort from the entrepreneur<sup>20</sup>" (WANG; ZHOU, 2002, p. 18).

Não obstante, Buchardt (2016, p. 8) vai além e defende que referido mecanismo pode auxiliar na mitigação de seleção adversa e o risco moral "*double-sided*", ao condicionar a alocação do fluxo de caixa e os direitos de controle sobre o esforço e revelação de informações dos contratantes, induzindo as partes envolvidas a transmitirem informações com sinceridade e a implementar níveis de esforço eficientes. Este fracionamento na liberação de recursos, condicionado ao atingimento de marcos pré-determinados de sucesso (*milestones*), portanto, é uma avença contratual para regulamentar o importante papel de monitoramento, permitindo maiores coletas de informações por parte do investidor para o acompanhamento de resultados.

#### 4.2.2.3 Remuneração através de incentivos

Este mecanismo é pautado na seguinte premissa: se a própria riqueza do empresário depende do esforço que despense para melhorar o desempenho da empresa, ele não minimizará seus esforços para fazê-lo. Por conta disso, vincular a remuneração

---

<sup>20</sup> Descobrimos que o financiamento em estágios pode atingir alta eficiência, especialmente para empreendimentos altamente promissores. Além do benefício de reduzir os riscos através do investimento tardio, como um mecanismo complementar à contratação, o financiamento em estágios desempenha um papel crucial no controle do risco moral. Em particular, o financiamento em estágios induz um maior esforço do empreendedor " (WANG; ZHOU, 2002, p. 18, tradução nossa).

do empreendedor à performance do empreendimento e ao cumprimento de metas de curto e médio prazo, apresenta-se como uma das mais eficientes maneiras de manter o alinhamento de interesses entre as partes e reduzir questões referentes a conflitos de interesses.

Sob a ótica da Teoria da Agência, a necessidade de pagamento baseado em desempenho para incentivos aos agentes tem sido amplamente aceita. O investidor possui papel determinante na formulação da política de remuneração através de incentivos para o quadro de executivos.

Este mecanismo traz duas principais implicações: com contratos de incentivo mais atrelados à performance, o empreendedor é mais suscetível a ser despedido do que aqueles com contratos de renda fixa. Isso porque o investidor experiente extrai muito a respeito da capacidade do empresário ao observar seu desempenho. Outro ponto, este mais voltado à mitigação da seleção adversa, prevê que a disposição do executivo se submeter a uma relação contratual que vinculará a sua remuneração a questões de performance serve como um sinal do seu nível de habilidade. (ABDI, 2010, p. 193).

A utilização de mecanismos de incentivos vinculados à performance do empresário são comuns nos instrumentos contratuais brasileiros, estando presentes em 32% dos casos analisados na amostragem do Segundo Censo Brasileiro sobre a Indústria PE/VC (ABDI, 2010, p. 293). São eles: opções de compra (*stock options*) como parte de sua remuneração (56%), *earn-out* relacionado ao cumprimento de metas operacionais (44%) e substituição de executivos-chave em caso de não cumprimento de metas (19%).

Na amostra da pesquisa realizada por Iha (2003, p. 56-57), também verificou-se a efetiva preocupação no tocante à remuneração do empreendedor e do time de executivos, sendo a maior parte da remuneração deste profissional determinada por metas de performance pessoal e da empresa, correspondendo inclusive, como constatado em alguns casos, à taxa de até 70% da remuneração anual de sua remuneração.

Portanto, a utilização do mecanismo de incentivos positivos é de grande

relevância para a redução do risco moral, na medida em que, quando tais opções de pagamento são utilizadas, os agentes terão menores incentivos de desvios de finalidade e as chances de optarem por ocultar informações do principal serão reduzidas, pois não poderão obter partes do pagamento quando os problemas de agência se tornam evidentes.

#### 4.2.2.4 Disposições sobre a saída no investimento

Outras cláusulas contratuais capazes de reduzir os conflitos de agência são aquelas referentes às provisões que estipulam a saída do negócio, como os direitos de *Tag Along*, *Drag Along*, e o Direito de Primeira Recusa (*Right of First Refusal*)<sup>21</sup>. Estes termos geralmente são incluídos tanto no *Term Sheet*, quanto nos documentos definitivos.

A cláusula de *Tag Along*, ou Direito de Venda Conjunta, dá ao acionista minoritário o direito de obter as mesmas condições que o acionista majoritário em uma situação de venda da empresa. À título de exemplo: o investidor, ao decidir pelo aporte de capital em uma determinada empresa, toma esta decisão levando em conta a *expertise* e potencial dos fundadores/administradores. Nestes casos, o maior interesse do investidor é que essas pessoas permaneçam na empresa, pois além do aporte financeiro, investiu também confiança no trabalho por eles desempenhado. Nesse sentido, para que o investidor não seja forçado a permanecer no investimento com os novos acionistas, a provisão de *Tag Along* dá ao investidor o direito de vender suas ações nos mesmos termos e condições que os acionistas majoritários negociarão as suas próprias (ABDI, 2011, p. 153-154).

---

<sup>21</sup> Optou-se pela não inclusão do mecanismo de Direito de Primeira Oferta (*Right of First Offer*) nesta seção. Chemla (2007), em sua análise, aborda apenas os efeitos do mecanismo de Direito de Primeira Recusa. Gomtsian (2016, p. 19-21) traz a análise de ambas, porém, com algumas ressalvas em relação àquela: o autor defende que o Direito de Primeira Recusa é uma forma mais fraca para controlar a entrada de terceiros no capital da empresa e para inibir a saída de sócios. Isso, sem grandes aprofundamentos, ocorre porque o exercício deste direito pode beneficiar o terceiro potencial comprador, ao sinalizar informações privilegiadas sobre questões internas, dando maior certeza para este interessado sobre destino de suas ofertas e transferindo a incerteza das tratativas para o âmbito interno, atingindo as partes contratantes.



Os direitos de *Drag Along*, por outro lado, criam uma obrigação para assegurar que, se uma porcentagem específica dos acionistas concorda em vender suas ações, eles podem compelir os outros à venda garantindo que o potencial comprador tenha a chance de adquirir a totalidade de ações da companhia. O objetivo é de que os fundadores da empresa abram mão da suas parcelas para a total venda a terceiro, de modo que o investidor ganha proteção contra possíveis perdas de oportunidades de desinvestimento por não se chegar a um acordo com os demais acionistas (ABDI, 2011, p. 153-154).

Os mecanismos de restrições na transferência de ações de *Tag* e *Drag Along* já possuem notória utilização no cenário brasileiro, de acordo com dados da ABDI (2010, p. 296), que verificaram a presença de provisões de *Tag Along* em 75,7% dos instrumentos jurídicos analisados na amostra e uma taxa de 48,6% para o direito de *Drag Along*.

Estas duas disposições de contingência, de acordo com Gomtsian, (2016, p. 3), encorajam e aumentam a segurança em investimentos, limitam problemas de agência e risco moral, prevenindo a escalção de conflitos e providenciam aos acionistas um procedimento menos custoso para a saída do investimento. Isso se dá porque, os direitos de *Tag Along* negam ao acionista majoritário a capacidade de aumentar o valor de sua parcela do pagamento, sob ameaça vender sua participação para um comprador que notadamente iria diminuir o valor da empresa. Os direitos de *Drag Along*, por outro lado, negam ao acionista minoritário a capacidade de aumentar o valor de sua parcela, sob a ameaça de segurar uma venda comercial de relevante interesse para a empresa (CHEMLA *et al.*, p. 94-95).

Outra avença contratual de liquidação que merece destaque é o Direito de Primeira Recusa (*Right of First Refusal*), que tem relevância nos casos em que qualquer dos acionistas proponham vender suas ações para terceiro. Nestes casos, o acionista possui o direito de opção de comprar estas ações nas mesmas condições ofertadas ao terceiro.

Gomtsian 2015, p. 15-17) analisa, de um ponto de vista econômico, a eficácia na utilização desta cláusula. Explica que, essencialmente, a provisão funciona como uma versão menos poderosa dos direitos de veto, o que auxilia na regulação da entrada

de terceiros no capital da empresa e na alienação de ações pelos acionistas. O autor acrescenta que, quando uma transferência está sujeita a um Direito de Primeira Recusa, um comprador externo possui a chance de obter sucesso apenas se o titular do direito não estiver comprando. Portanto, na presença deste mecanismo, os compradores de terceiros, devido à incerteza, são desencorajados de fazer ofertas.

Nesse sentido, através do Direito de Primeira Recusa, o potencial de vendas ou o preço de oferta das ações é reduzido. Além disso, ao reduzir a comercialização de transferências estratégicas a terceiros, diminuem as chances de comportamentos oportunistas. Na ausência deste direito, dada a incerteza após uma transferência de ações, as partes têm incentivos mais fracos para cooperar e atuar de forma conjunta.

## 5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo analisar, à luz da Teoria da Agência, as relações contratuais entre empresário e investidor, com o intuito de validar a hipótese de que a utilização de determinados mecanismos contratuais desempenham papel capaz de assegurar que o processo de investimento ocorra com menores níveis de assimetrias informacionais, de forma mais segura e equilibrada entre as partes, para justificar a necessidade de ser reconhecido como objeto de estudo relevante ao âmbito jurídico.

Primeiramente, da análise do arcabouço teórico estrangeiro voltado à análise das relações contratuais de agência, que serviu de embasamento ao presente estudo, concluiu-se que, de modo geral, os dados são consistentes com a visão de que, tanto os sistemas legais quanto os contratos formais, são de grande relevância para a gestão de relações de capital de risco. Contudo, para a eficiência destes contratos, é necessário que neles sejam previstos determinados mecanismos para regulamentar questões referentes a técnicas de controle e monitoramento, existência de interesses divergentes, controle sobre resultados, seguranças para a saída do investimento, e demais avenças capazes de inibir assimetrias informacionais.

Buscou-se, em seguida, realizar um comparativo das práticas adotadas no Direito americano – que neste segmento, servem de referência em nível global –, com a realidade do ordenamento jurídico brasileiro. Concluiu-se que os contratos brasileiros atuam através da importação e utilização de inúmeros mecanismos contratuais estrangeiros que, apesar de não estarem previstos na legislação pátria, não encontram óbices legais para a sua utilização. Assim, ao se constatar que as avenças analisadas podem ser previstas em contratos brasileiros, passou-se a analisar se estas provisões são efetivas quando importadas para o sistema jurídico nacional e se, de fato, empresários e investidores as conhecem e as utilizam.

Todos os cinco mecanismos analisados apresentaram relevância para a finalidade a qual são propostos, qual seja, a redução de conflitos de agência. Para a redução de riscos de seleção adversa, optou-se por abordar a importância da utilização de instrumentos preferenciais conversíveis e a previsão de declarações e garantias, porquanto ambas referem-se a tratativas anteriores à assinatura dos documentos

definitivos. A vasta quantidade de produções acadêmicas a respeito do assunto, é consistente quanto à hipótese de que a escolha de instrumentos preferenciais pode servir para reduzir os riscos de seleção adversa, porque com esta avença, o contrato altera os riscos por mau desempenho ao empresário, que é a pessoa que irá incorrer em maiores perdas financeiras se não operar de maneira correta.

Por outro lado, a utilização destes instrumentos ainda não é de ampla utilização no Brasil, que utiliza predominantemente ações ordinárias. Os dados referentes à baixa utilização do mecanismo, sugerem que os investidores brasileiros não o veem como um instrumento capaz de mitigar os conflitos de agência e alinhar os esforços de ambas as partes, mas sim, como instrumentos com restrições ao exercício do poder de controle. Ponderou-se que estas restrições podem ser contornadas por acordos referentes a questões de voto, em que as partes podem dispor sobre benefícios adicionais, conciliando os instrumentos preferenciais ao exercício do direito de voto.

É de grande importância a discussão a respeito da utilização destes instrumentos preferenciais especialmente no caso de *Startups*, porque o processo de financiamento através de *Venture Capital* para *Startups*, como visto, tem como ponto diferencial níveis significativamente mais elevados de seleção adversa. A alta incerteza em relação ao sucesso e ao futuro do empreendimento, ainda com consideráveis riscos de falha, constatou-se que a utilização dos mecanismos preferenciais atua como importante ferramenta para garantir o mínimo de liquidez para os investidores.

No mesmo sentido, a provisão contratual que determina, antes do aporte de capital, a apresentação de declarações e garantias, é imprescindível para a realização precisa e apropriada dos riscos da operação, para que os investidores recebam uma visão completa da condição atual da empresa e seu histórico e buscando averiguar se as informações da empresa foram realmente apresentadas pelos empreendedores e identificar potenciais contingências financeiras e demais fatores de risco e seu grau de severidade. Assim, o dispositivo que visa garantir a completa troca de informações entre as partes, desempenha relevante papel relevante para mitigar os riscos de seleção adversa, tendo em vista que os documentos definitivos do investimento ainda não foram assinados.

Quanto à estipulação de boas práticas de Governança Corporativa, com ênfase na representatividade das partes no Conselho de Administração, tendo em vista que a eleição dos membros que devem compor o Conselho de Administração da companhia é um importante mecanismo de controle para reduzir os riscos da agência, em especial, o risco moral. A estruturação de costumes robustos de Governança Corporativa é vista com ressalvas à realidade das *Startups*, por serem consideradas empresas ágeis, simplificadas e enxutas. Contudo, para *Startups* constituídas sob o regime de Sociedade Anônima, a estrutura de Governança Corporativa torna-se compatível com o porte da empresa e eficientes para empresas que, através do monitoramento, poderão proteger e valorizar a organização, de modo a aumentar a lucratividade e crescimento, reduzindo os riscos do investimento.

Outra prática que provou ser de utilidade para a proposta é o escalonamento de aportes de capital, especialmente para empreendimentos altamente promissores. Este fracionamento na liberação de recursos, condicionado ao atingimento de marcos pré-determinados de sucesso, induz a maiores esforços do empreendedor, desempenhando o importante papel de monitoramento, permitindo maiores coletas de informações por parte do investidor para o acompanhamento de resultados.

Quanto à política de remuneração, constatou-se a ampla aceitação da remuneração através de incentivos como técnica para reduzir conflitos de agência e uma das mais eficientes maneiras para manter o alinhamento de interesses. Inclusive, no Brasil, a prática já é conhecida e consideravelmente utilizada, estando presente em 32% dos casos analisados na amostragem do Segundo Censo Brasileiro sobre a Indústria PE/VC (ABDI, 2010, p. 293).

Por fim, analisou-se cláusulas contratuais que estipulam a saída do negócio, como os direitos de *Tag Along*, *Drag Along*, e o Direito de Primeira Recusa (*Right of First Refusal*). Quanto às duas primeiras, constatou-se que sua utilização e aumenta a segurança em investimentos, limitam problemas de risco moral, prevenindo a escalação de conflitos e providenciam aos acionistas um procedimento menos custoso para a saída do investimento. O Direito brasileiro já possui certa familiaridade com estes

dispositivos, com a previsão da cláusula de *Tag Along* em 75,7% dos instrumentos jurídicos analisados e 48,6% para o direito de *Drag Along* ABDI (2010, p. 296).

A previsão contratual referente ao Direito de Primeira Recusa (*Right of First Refusal*), desencoraja terceiros compradores a fazerem ofertas, reduzindo o potencial de vendas ou o preço de oferta das ações. Ao reduzir a comercialização de transferências estratégicas a terceiros, diminuem as chances de conflitos de agência advindos de comportamentos oportunistas.

De modo geral, concluiu-se que o contrato pode ser considerado como um solucionador de conflitos em situações onde existem problemas de agência e que, seus dispositivos, quando corretamente selecionados, cumprem papel fundamental para a redução de assimetrias informacionais. No Brasil, grandes evoluções legislativas ocorreram na última década e, apesar de o ordenamento não dispor sobre parte das particularidades deste formato de investimento, é concedida às partes ampla liberdade para a estruturação das tratativas. Destaca-se, por fim, que apesar da existência de diversos mecanismos contratuais para aumentar a segurança jurídica nos investimentos, não há como prever, no momento da elaboração do contrato, todas as possíveis eventualidades que podem ocorrer durante sua execução. Isso reforça a importância do contínuo estudo e debate a respeito do tema.

Desta feita, tanto a Indústria de *Venture Capital* quanto o ecossistema das *Startups* têm ganhado notoriedade e força no mercado brasileiro. Cabe ao Direito a definição de diretrizes claras e dinamismo para adequar-se à complexidade inerente a estes fenômenos. O debate em nível nacional voltado para uma análise minuciosa das cláusulas e mecanismos legais presentes nos contratos que regem estas operações e os efeitos práticos de sua aplicação, ainda é escasso, mas imprescindível para que o Direito, ao garantir segurança jurídica para os investimentos, sirva de instrumento de auxílio ao fomento do empreendedorismo e desenvolvimento econômico do país.

## 6 REFERÊNCIAS

- ABDI Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (Brasil) (Org.). **A Indústria de Private Equity e Venture Capital: 2º Censo Brasileiro**. 2011. Coordenado por: Cássio Marx Rabello da Costa. Disponível em: <<https://goo.gl/bxWnJG>>. Acesso em: 10 out. 2017.
- ABDI Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (Brasil) (Org.). **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. 2010. Coordenado por: GVCEPE - Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital. Disponível em: <<https://goo.gl/EFs9iv>>. Acesso em: 10 out. 2017.
- ABVCAP Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (Brasil) (Org.). **Como funciona a indústria de private equity, seed e venture capital?** 2015. Disponível em: <<https://goo.gl/sPfRfz>>. Acesso em: 15 out. 2017.
- ACAFI Asociación Chilena Administradoras de Fondos de Inversión. **Reporte de Venture Capital y Private Equity: Informe 2015-2016**. Chile. Disponível em: <<https://goo.gl/4jA8iF>>. Acesso em: 11 nov. 2017.
- AKERLOF, George A.. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal Of Economics**. p. 488-500. ago. 1970. Disponível em: <<https://goo.gl/2f292Z>>. Acesso em: 02 out. 2017.
- ALBERGONI, Leide. **A Trajetória Recente da Institucionalização do Venture Capital no Brasil: Implicações para o Futuro**. 2006. 118 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Política Científica e Tecnológica, Instituto de Geociências, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2006. Disponível em: <<https://goo.gl/t1xjrj>>. Acesso em: 20 out. 2017.
- ALVAREZ, Alejandro Bugallo. **Análise econômica do direito: contribuições e desmistificações**. Direito, Estado e Sociedade, São Paulo, v. 9, n. 29, p.49-68, jul. 2006.
- ARAGÃO, Paulo César. **Opções De Compra De Ações E Bônus De Subscrição**. Revista dos Tribunais, v. 631, p.281-293, maio 1998.
- ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945.
- BARBI FILHO, Celso. **Acordo de acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal**. Revista de Informação Legislativa, Brasília, v. 38, n. 152, p.243-267, dez. 2001.
- BELLAVITIS, Cristiano. Mitigating agency risk between investors and ventures' managers. **Journal Of General Management**. Londres, p. 1-37. jul. 2017. Disponível em: <<https://goo.gl/rWV78K>>. Acesso em: 10 out. 2017.

- BELTRAMI, Fábio. **Venture Capital: Evolução e Regulamentação**. Revista Contabilidade, Ciência da Gestão e Finanças. Caxias do Sul: FSG, v. 2, n. 1, p. 4-27, 2013. ISSN: 2317-5001. Disponível em: <<http://ojs.fsg.br/index.php/rccgf>>. Acesso em: 22 out. 2017.
- BOCATTO, Eloisa Perez Gamero. **Fundos de Private Equity no Brasil: análise do modelo de governança e impacto na estratégia das empresas investidas**. 2001. 183 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2001.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.
- BRASIL. Paulo Motta. Câmara dos Deputados (Org.). **Capital Empreendedor**. Brasília: Edições Câmara, 2014. 303 p.
- BURCHARDT, Jens et al. **Venture Capital Contracting in Theory and Practice: Implications for Entrepreneurship Research**. 2016. Disponível em: <<https://goo.gl/Zv8LEX>>. Acesso em: 13 out. 2017.
- CATEB, Alexandre Bueno; GALLO, José Alberto Albeny. **Breves considerações sobre a teoria dos contratos incompletos**. Revista da AMDE, v. 1, jan. 2009. ISSN 2175-5590. Disponível em: <<https://goo.gl/Niqfk4>>. Acesso em: 2 out. 2017.
- CHEMLA, Gilles; HABIB, Michel A.. An Analysis of Shareholder Agreements. **Journal Of The European Economic Association**, jan. 2007.
- COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial: Direito da Empresa**. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. 548 p.
- COELHO, Fábio Ulhoa. **Os negócios e as negociações das empresas Pontocom**. 2011. Disponível em: <<https://goo.gl/Fs6TCf>>. Acesso em: 20 nov. 2017.
- COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.
- CUMMING, Douglas. **The Oxford Handbook of Venture Capital**. Oxford: Oxford University, 2012. 1056 p.
- CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia A. **Venture capital and private equity contracting**. An international perspective. San Diego: Academic Press/Elsevier, 2009. 780 p.



FALCÃO, João Pontual de Arruda. **Startup Law Brasil: o direito brasileiro rege mas desconhece as startups.** 2017. 160 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2017.

FIGUEIRAS, Gabriela de Almeida. Opção De Compra De Ações No Direito Brasileiro: possibilidade de enquadramento como operação mercantil. **Revista dos Tribunais Nordeste**, São Paulo, v. 7, p.83-123, set. 2014.

FONSECA, José Wladimir Freitas da. **Mercado de Capitais.** São Paulo: Iesde, 2009.

FREITAS, José Rafael Silva. **O venture capital: a transformação de uma ideia inovadora numa empresa de sucesso.** 2014. 69 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Universidade do Porto, Porto, 2014.

GOMES, Orlando. **Contratos.** 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

GOMPERS, Paul A.; LERNER, J. **The Venture Capital Revolution.** Journal of Economic Perspectives, v.15, n. 2, 2001.

GOMPERS, Paul A.. **Ownership and Control in Entrepreneurial Firms: An Examination of Convertible Securities in Venture Capital Investments.** 1997. Disponível em: <<https://goo.gl/K1WuEk>>. Acesso em: 22 nov. 2017.

GOMTSIAN, Suren. **Private Ordering Of Exit In Limited Liability Companies: Theory And Evidence From Business Organization Contracts.** 2016. Disponível em: <<https://goo.gl/oyQgVU>>. Acesso em: 10 nov. 2017.

GÜRTLER, Oliver; KRÄKEL, Mathias. **Double-Sided Moral Hazard, Efficiency Wages and Litigation.** 2007. Disponível em: <<https://goo.gl/TUqYL2>>. Acesso em: 13 out. 2017.

HELLMANN, Thomas; PURI, Manju. **Venture Capital and the Professionalization of Start-up firms: empirical evidence.** 2000. Disponível em: <<https://goo.gl/JyRikn>>. Acesso em: 25 nov. 2017.

HOUBEN, Eike. **Venture Capital, Double-sided Adverse Selection, and Double-sided Moral Hazard.** 2002. Disponível em: <<https://goo.gl/zMDWMB>>. Acesso em: 5 out. 2017.

IHA, Marelo Yassuhiro. **Problemas de Agência no relacionamento fundo de capital de risco - empreendedor no Brasil: um estudo de caso.** 2003. 138 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2003.

INDERST, Roman; MÜLLER, Holger M.. **Venture Capital Contracts and Market Structure.** 2002. Disponível em: <<https://goo.gl/QWbZ87>>. Acesso em: 10 nov. 2017.

JENSEN, Michael; MECKLING, William H.. Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal Of Financial Economics**. Holanda do Norte, p. 305-360. 1976. Disponível em: <<https://goo.gl/eGkHKb>>. Acesso em: 12 out. 2015.

JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (coord). **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá, 2016.

KAPLAN, Steven N.; STROMBERG, Per. **Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses**. The Journal Of Finance. Chicago, p. 2173-2206. maio 2004.

KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. **Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts**. 2000. Disponível em: <<https://goo.gl/kzHiCz>>. Acesso em: 22 out. 2017.

KAPLAN, Steven N.. Venture Capitalists As Principals: Contracting, Screening, and Monitoring. **American Economic Review**. p. 426-430. 2001. Disponível em: <<https://goo.gl/caHRsU>>. Acesso em: 13 out. 2017.

KAPLAN, Steven et al. How Do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts? **National Bureau of Economic Research**, v. 8, 2003.

KIM, Kab Lae. Implication of U.S. Venture Capital Theories for the Korean Venture Ecosystem. **Journal Of Business, Entrepreneurship & The Law**, Malibu, v. 2, n. 1, p.142-197, 2008. Disponível em: <<https://goo.gl/ahyPfV>>. Acesso em: 20 out. 2017.

LANDSTRÖM, Hans *et al.* **Contracts between entrepreneurs and investors: Terms and negotiation processes**. In: D., Reynolds P. *et al.* Frontiers of Entrepreneurship Research 1998. Babson Park: Department Of Accountancy And Corporate Finance, 1998. p. 571-585. Disponível em: <<https://goo.gl/XcUsTq>>. Acesso em: 02 out. 2017.

LAVCA (Latin American Private Equity and Venture Capital Association) (Org.). **Guia para Term Sheets de Venture Capital e Private Equity**. Disponível em: <<https://goo.gl/dzuNWt>>. Acesso em: 25 nov. 2017.

LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. **Transaction Structures In The Developing World: evidence from Private Equity**. 2004. Disponível em: <<https://goo.gl/QSwTS7>>. Acesso em: 22 nov. 2017.

LOBO, Carlos Alexandre; POTENZA, Guilherme Peres. **Investimentos Venture Capital E Private Equity: considerações práticas e jurídicas**. In: BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique (Org.). Finanças Corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos. São Paulo: Gen/atlas, 2016. p. 267-316.

LUNA, Francisco; MOREIRA, Sérvulo Vicente; GONÇALVES, Ada. Financiamento à Inovação. In: NEGRI, João Alberto de; KUBOTA, Luis Claudio (Org.). **Políticas de Incentivo à Inovação Tecnológica no Brasil**. Brasília: Ipea, 2008. p. 229-264.

MACKAAY, Ejan. **Análise Econômica do Direito**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015. 767 p. Tradução de: Rachel Sztajn.

MATTE, Nicholas. **Instrumentos de Investimento no Mercado Brasileiro de Venture Capital**. 60 f. Monografia (Especialização) - Curso de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010.

METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. **Venture Capital and the Finance of Innovation**. 2. ed. Danvers: John Wiley And Sons, 2010. 44 p.

MITNICK, Barry M.. The Theory of Agency and Organizational Analysis. In: BOWIE, Norman E.; YORK, R. Edward Freeman (Ed.). **Ethics and Agency Theory: An Introduction**. New York: Oxford University Press, 1992. p. 75-96.

NASCIMENTO, Juliana Lucena do. **Financiamento e Inovação: alternativas e limitações para pequenas e médias empresas no Brasil**. 2016. 63 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Departamento de Economia, Universidade de Brasília, Brasília, 2016.

OFFA, Luis Felipe West. **Contratos Financeiros Entre Empreendedores E Gestores De Fundos De “Private Equity” E “Venture Capital”**: teoria e realidade no caso brasileiro. 118 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2005.

PARALLAXIS (Org.). **Mercado Brasileiro De Startups**. 2017. Disponível em: <<https://goo.gl/564Qra>>. Acesso em: 11 nov. 2017.

PAVANI, Cláudia. **O Capital O Capital De Risco De Risco No Brasil**: Conceito, evolução e perspectivas. Rio de Janeiro: E-papers, 2003. 98 p.

PINTO, Luciane F. Gorgulho. **Capital de risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – o caso do Contec**. Revista do BNDES, v. 4, n. 7, Rio de Janeiro: 1997.

PORTO, Antônio José Maristrello. **Análise Econômica do Direito (AED)**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2013. 93 p.

REBELO, Nikolai Sosa. **Sociedade Empresária e a captação de recursos de private equity e venture capital**. Porto Alegre: Buqui, 2013. 195 p.

RIBEIRO, Cinthia Daniela Bertan. Financial Contracting Choices in Brazil: Does the Brazilian Legal Environment Allow Private Equity Groups to Enter into Complex Contractual Arrangements with Brazilian Companies. **Law And Business Review Of The Americas**. p. 355-380. jan. 2007.

RIES, Eric. **A startup enxuta**. São Paulo. Saraiva, 2012.

ROPPO, Vincenzo. **Il contratto**. Milão: Giuffré, 2001.

SÁ, Miller Gazolla Correa de. O Capital de Risco Aplicado em Start-Ups no Brasil: Uma Reflexão Sobre o Ecossistema dos Empreendimentos Inovadores a Partir da Visão do Investidor. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 1, p.97-120, 18 jan. 2017. Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade. Disponível em: <<https://goo.gl/EyDQUc>>. Acesso em: 01 nov. 2017.

SALAMA, Bruno Meyerhof. **O que é pesquisa em Direito e Economia?** Cadernos Direito GV, v. 5, p. 58, 2008.

SAHLMAN, William A.. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal Of Financial Economics**. Holanda do Norte, p. 473-521. dez. 1990.

SANTOS, Luiz Alfredo Francisco. **Análise De Contratos De Private Equity & Venture Capital: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de pe/vc e empresários nas empresas investidas no contexto**. 2008. 149 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

SCHAPIRO, Mario Gomes. Banco De Desenvolvimento, Regulação E Auto-regulação: complementaridade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco. In: SCHAPIRO, Mario Gomes; TRUBEK, David M.. **Direito e Desenvolvimento: um diálogo entre os Brics**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 259-301.

SEIFERT, Ralf W. *et al.* **Nurturing Science-based Ventures: An International Case Perspective**. Londres: Springer Science & Business Media, 2008. 787 p.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W.. A Survey of Corporate Governance. **The Journal Of Finance**, p. 737-783. 1997. Disponível em: <<https://goo.gl/gpmxPB>>. Acesso em: 13 out. 2017.

SILVA, Fernando César N. M. da. **Venture Capital: valor da informação, riscos e instrumentos para sua mitigação**. 2014. 178 f. Tese (Doutorado) - Curso de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

SILVA, Layon Lopes da. Governança Corporativa para Startups. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fonetenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá, 2016. p. 69-84.

SOUSA, Sergio Henrique Miranda de. **O Processo De Tomada De Decisão Do Capital Empreendedor E O Financiamento De Empresas De Base De Inovação Tecnológica**. 2006. 214 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Universidade Estadual de Maringá, Maringá, 2014.

SMITH, D. Gordon. Venture Capital Contracting in the Information Age. **Small & Emerging Business Law**, v. 133, n. 2, p.133-176, 1998. Disponível em: <<https://goo.gl/t1ZQCi>>. Acesso em: 15 out. 2017.

STIGLER, George. Law or Economics? **Journal Of Law And Economics**, Chicago, v. 35, n. 2, p. 455-468, 1992. Disponível em: <<https://goo.gl/nGPXnd>>. Acesso em: 03 out. 2017.

TAMMEAID, Mattias. **The use of principal-agent and incomplete contract approach in mitigating agency risks for mergers and acquisitions in the Baltic States**. 2014. Disponível em: <<https://goo.gl/u4CtnG>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

TRIANSTIS, George G.. **Financial Contract Design in the World of Venture Capital:** (reviewing *The Venture Capital Cycle* by Paul Gompers, Josh Lerner). *The University Of Chicago Law Review*, Chicago, v. 68, n. 1, p.305-322, 2001.

VAN OSNABRUGGE, Mark. **A Comparison Of Business Angel And Venture Capitalist Investment Procedures:** an agency theory based analysis. 2011. Disponível em: <<https://goo.gl/wPoq4j>>. Acesso em: 05 out. 2017.

VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. **As sociedades limitadas e o mercado de capitais**. 2013. Disponível em: <<https://goo.gl/XbbmN4>>. Acesso em: 11 nov. 2017.

WANG, Susheng; ZHOU, Hailan. Staged financing in venture capital: moral hazard and risks. **Journal Of Corporate Finance**. p. 131-155. jan. 2004.

WANISSANG, Gabriel dos Reis. **O Contrato De Investimento Como Ferramenta De Alocação De Controle Econômico E Gerencial Na Indústria De Venture Capital**. 2017. 67 f. Monografia (Especialização) - Curso de Direito, Universidade de Brasília, Brasília, 2017.

ZYLBERSZTAJN, Décio *et al* (Org.). **Direito e Economia:** Análise Econômica do Direito e das Organizações. 6. ed. São Paulo: Elsevier, 2005. 315 p.